

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

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo: 24 21 00 25, l. 6141
Fax: 253 728

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

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

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

Jiří POSPÍŠIL: Měnová politika ČNB v roce 1994 145

Aktuální ekonomické otázky Evropské unie

Rudolf OLŠOVSKÝ: Ekonomická a měnová unie zemí Evropské unie 155

Jana MARKOVÁ: Analýza potenciálních nákladů a výnosů měnové unie 162

Martin MANDEL: Měnové a kurzové aspekty fungování euroměnového trhu 175

Roman MATOUŠEK—Bruno S. SERGI: Maastrichtská kritéria a jejich splnitelnost 188

Recenze

Petr ZAHRADNÍK: Německá centrální banka a evropská unifikace (David Marsh) 197

Inzerce 204

Uprostřed čísla:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVOVÁ: *Veřejné finance v teorii a praxi* (19. část): ss. 561—572

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

Publikováno po dohodě s vydavatelstvím McGraw-Hill, Inc.

CONTENTS

Jiří POSPÍŠIL: Monetary Policy of the CNB in 1994 145

Actual economic issues of the European Union

Rudolf OLŠOVSKÝ: Economic and Monetary Union of European Union Countries 155

Jana MARKOVÁ: Analysis of Potential Costs and Benefits of Monetary Union 162

Martin MANDEL: Monetary and Exchange Rate Aspects of Eurocurrency Market 175

Roman MATOUŠEK—Bruno S. SERGI: Maastricht's Criteria and Their Sustainability 188

Book-Review

Petr ZAHRADNÍK: *The German Central Bank and European Unification* (David Marsh) 197

In the middle of this issue:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVE: *Public Finance in Theory and Practice* (Part XIX): pp. 561—572

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

Published by arrangement with McGraw-Hill, Inc.

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

Měnové a kurzové aspekty fungování euroměnového trhu

Martin MANDEL*

Úvod

Existence a fungování euroměnového trhu na sebe soustřeďují pozornost ekonomické teorie již delší čas. Středem zájmu jsou zejména otázky multiplikace euroměn a možnosti inflačních účinků této multiplikace uvnitř národních ekonomik. Často je rovněž diskutována souvislost mezi rozvojem euroměnového trhu, mezinárodní likviditou a spekuláčními tlaky na měnové kurzy. Nastíněným dvěma okruhům problémů je věnován i následující článek.

V první části jsou nejdříve vysvětleny některé základní pojmy, které souvisejí s euroměnovým trhem, jako jsou například euroměna, eurobanka atd.

Ve druhé části je popsán proces multiplikace euroměn, který probíhá prostřednictvím depozitní a úvěrové činnosti eurobank.

Ve třetí části jsou specifikovány základní vztahy mezi centrální emisní bankou, domácími obchodními bankami a eurobankami a je zde rovněž odvozen peněžní multiplikátor při existenci euroměnového trhu.

V závěrečné, čtvrté části je pak analyzován dopad euroměnového trhu na vnitřní měnovou rovnováhu a je vysvětleno propojení soukromé spekulace a devizového intervenování centrálních emisních bank prostřednictvím euroměnového trhu.

Vymezení základních pojmů

Historicky je vznik euroměnového trhu spojen s obdobím korejské války, kdy tehdejší Sovětský svaz z obavy před blokací svých dolarových aktiv v USA převedl tato aktiva do londýnské City. Tímto způsobem vznikl nový prvek ve světové ekonomice — tzv. eurodolar. **Eurodolary** můžeme definovat jako americké dolary vystupující v aktivních a pasivních operacích obchodních bank, jejichž sídlo je mimo měnové území Spojených států amerických. Analogicky lze definovat i ostatní euroměny. Během šedesátých a sedmdesátých let došlo k dynamickému

* Ing. Martin Mandel, CSc., pracovník katedry měnové teorie a politiky VŠE Praha
Redakce příspěvek obdržela 3. 12. 1993.

rozvoji eurodolarového trhu — původně výhradně umístěného v londýnské City —, a to jak z pohledu měnového, tak i územního. Pokud dnes ekonomové mluví o eurodolarovém či euroměnovém trhu, mají na mysli spíše trh „světoměnový“, který je soustředěn jak v tradičních finančních centrech (Curych, Paříž, Frankfurt atd.), tak i v tzv. „off-shore centers“ (netradiční, tzv. „pobřežní“, „mimooblastní“ finanční centra, jako jsou například Hongkong, Singapur, Bahamy, Bahrajn atd.).

Obchodování na euroměnovém trhu se dnes již neomezuje pouze na aktivní a pasivní operace v amerických dolarech, přestože eurodolary mají na trhu stále dominantní podíl (60,7 % v roce 1990). Jedná se rovněž o euromarky (13,9 %), švýcarské eurofranky (7,1 %), euroyeny (6,0 %), euro-ECU a některé další, méně významné měny. Celkový objem euroměn vzrostl v letech 1960—1990 z 10 mld. na 2 322 mld. USD.

Mezi hlavní příčiny dynamického rozvoje euroměnového trhu jsou zejména uváděny (viz například [Carli 1971], [Fратиanni—Savona 1971]):

- a) rozšíření bankovních služeb zejména pro potřeby multinacionálních firem, které potřebují tvořit depozita a získávat úvěry v různých světových měnách na různých místech světa;
- b) možnost obcházení domácích úrokových, úvěrových a devizových omezení, která jsou uvalována na operace v domácí měně;
- c) nižší náklady při sběru eurodepozit v euroměnách (eurodepozita nejsou povinně pojišťována a není obvykle nutné z nich držet povinné minimální rezervy), což eurobankám umožňuje nabídnout vyšší depozitní úrokové sazby a nižší zapůjční úrokové sazby;
- d) snaha o překonání přirozených omezení při rozvoji nových netradičních finančních center, která spočívá v nezajímavosti nebo nedůvěryhodnosti domácí měny.

Operace v euroměnách mohou provádět příslušná oddělení v obchodních bankách nebo specializované eurobanky. **Eurobanky** vznikají nejčastěji jako pobočky nebo dceřiné společnosti multinacionálních bank. V některých případech se však může jednat pouze o reprezentace umístěné na daňově výhodných územích, které slouží jako právní zástěrky pro euroměnové operace ve skutečnosti prováděné v mateřských bankách.

aktiva	eurobanka	pasiva
úvěry typu „roll over“		termínovaná depozita
— podnikům		depozitní certifikáty
— vládám		floating rate notes
půjčky bankám na mezibankovním trhu		(obligace s proměnlivou úrokovou sazbou)
		půjčky od bank na mezibankovním trhu
		základní kapitál

Jak ukazuje předchozí bilance eurobanky, na straně pasivních operací vystupují jednak **krátkodobá termínovaná depozita** s fixní dobou splatnosti od jednoho dne až po několik týdnů, jednak eurodepozitní certifikáty. **Eurodepozitní cer-**

tifikáty jsou sekundárně obchodovatelné cenné papíry emitované eurobankami jako osvědčení o provedeném termínovaném vkladu v euroměnách. Jejich obvyklá doba splatnosti je do jednoho roku. Dělí se na „tranche CD“, které jsou menší nominální hodnoty a jsou určeny pro firmy, a „top CD“, které jsou větší nominální hodnoty a jsou určeny pro mezibankovní obchodování.

Další položkou jsou tzv. **floating rate notes** (obligace s proměnlivou úrokovou sazbou), které se odlišují od depozitní certifikátů v tom, že úroky jsou placeny v pravidelných (např. šestiměsíčních) intervalech a jsou vázány na pohyblivou úrokovou sazbu na mezibankovním peněžním trhu.

Předposlední položkou jsou **půjčky od bank**, které jsou získávány na mezibankovním trhu. Způsob obchodování na mezibankovním trhu je obdobný jako obchodování na devizovém trhu; je založen na „two way“-kótaci depozitní a zápůjční úrokové míry. V případě dceřiné společnosti je poslední položkou na straně pasiv mateřskou bankou **upsaný základní kapitál**.

Na straně aktivních operací se eurobanky orientují zejména na poskytování úvěrů typu roll-over vládám a multinacionálním firmám. Úvěr typu **roll-over** je specifický typ dlouhodobého úvěru v euroměnách s pohyblivou úrokovou sazbou. Pohyblivá úroková sazba se nejčastěji mění ve tří- nebo šestiměsíčních intervalech v závislosti na vývoji krátkodobé zápůjční úrokové sazby na londýnském mezibankovním trhu. Jedná se o tzv. sazbu LIBOR (The London Interbank Offered Rate).

Mechanismus tvorby euroměn primární emisí a v multiplikačním procesu

Při vzniku euroměn je účelné rozlišit primární emisi od dalšího multiplikačního procesu na euroměnovém trhu.

Primární emise může v zásadě proběhnout dvěma způsoby:

1. kapitálovým převodem depozita od obchodní banky, jejíž sídlo se nachází v zemi, kde byla měna původně emitována, k eurobance, která se nachází mimo měnové území původní emise;
2. vytvořením eurodepozita domácím exportérem ze zdrojů jeho devizového inkasa, které obdržel za vývoz zboží nebo služeb.

Multiplikační proces euroměn si vysvětlíme pomocí soustavy bilancí. Budeme předpokládat, že primární emise se uskutečnila na základě převodu depozita 1 mil. USD americkou firmou Amfirm od americké banky Ambank se sídlem v USA k eurobance E-bank se sídlem například v Londýně. Účetně tato operace proběhne následujícím způsobem:

Amfirm	Ambank	E-bank
BD _{Amfirm} -3 mil.	BD _{Amfirm} -3 mil.	
ED _{Amfirm} +3 mil.		ED _{Amfirm} +3 mil.
	D _{E-bank} +3 mil.	D _{E-bank} +3 mil.

- Amfirm vyzvedá své depozitum u Ambank,
- Amfirm vytváří eurodepozitum u E-Bank,
- E-bank vytváří rezervu ve formě depozita u Ambank.

Dále předpokládejme, že E-bank převede část depozita u Ambank na termínované eurodepozitum u další eurobanky W-bank ve výši 2 mil. USD. Účetně tato operace proběhne následujícím způsobem:

Ambank	E-bank	W-bank
$D_{E\text{-bank}}$ -2 mil.	$D_{E\text{-bank}}$ -2 mil.	
	$ED_{E\text{-bank}}$ +2 mil.	$ED_{E\text{-bank}}$ +2 mil.
$D_{W\text{-bank}}$ +2 mil.		$D_{W\text{-bank}}$ +2 mil.

- E-bank vyzvedá své depozitum u Ambank,
- E-bank vytváří eurodepozitum u W-bank,
- W-bank vytváří rezervu ve formě depozita u Ambank.

V dalším kroku W-bank z takto získaných zdrojů poskytne půjčku ve výši 1 mil. USD anglické firmě Anfirm, která je uloží jako běžné depozitum u Ambank. Účetně tato operace proběhne následujícím způsobem:

Anfirm	Ambank	W-bank
	$D_{W\text{-bank}}$ -1 mil.	$D_{W\text{-bank}}$ -1 mil.
$P_{W\text{-bank}}$ +1 mil.	BD_{Anfirm} +1 mil.	$P_{W\text{-bank}}$ +1 mil.
BD_{Anfirm} +1 mil.		

- W-bank vyzvedá své depozitum u Ambank,
- W-bank poskytuje půjčku Anfirm,
- Anfirm vytváří depozitum u Ambank.

Počáteční a konečné bilance jednotlivých sektorů budou vypadat následovně:

Počáteční bilance:

firmy	domáci obchodní banky	eurobanky
BD_{Firm} + 3 mil.	BD_{Firm} + 3 mil.	

Konečná bilance:

firmy	domáci obchodní banky	eurobanky
BD_{Anfirm} + 1 mil.	BD_{Anfirm} + 1 mil.	
ED_{Amfirm} + 3 mil.		ED_{Amfirm} + 3 mil.
	D_{Eurob} + 2 mil.	ED_{Eurob} + 2 mil.
P_{Eurob} + 1 mil.		D_{Eurob} + 2 mil.
		P_{Eurob} + 1 mil.

Jaké můžeme udělat první závěry z našeho náhodně zvoleného příkladu o fungování euroměnového trhu?

1. Původní převod běžného depozita firmy od domácí obchodní banky k euroban- ce vedl k nastartování multiplikačního procesu, který způsobil zvýšení bankovních pasiv z původních 3 mil. USD na 8 mil. USD.
2. Zvýšení bankovních pasiv o 5 mil. USD zároveň však neznamenalo zvýšení množství peněz v oběhu o stejnou částku, neboť do měnových agregátů definovaných Federálním rezervním systémem se nezapočítávají ani 4 mil. USD, které představují mezibankovní pasiva, ani 1 mil. USD, který je aktivem zahraniční anglické firmy.
3. Po odečtení těchto dvou položek zjišťujeme, že zatímco došlo k poklesu peněž- ní zásoby měřené měnovým agregátem $M1$ ze 3 mil. USD na nulovou hodnotu, velikost měnového agregátu $M2$ (popřípadě $M3$), který zahrnuje i krátkodobá termínovaná eurodepozita, se nezměnila (3 mil. USD).

4. Celkový objem pasiv domácího bankovního sektoru se při kapitálových přesunech ve prospěch nebo v neprospěch euroměnového trhu nezměnil. Zároveň domácí bankovní sektor slouží pro eurobanky jako rezervní sektor, u kterého eurobanky drží své likvidní rezervy. Stejnou úlohu plní pro domácí banky centrální emisní banka.

Odvození peněžního multiplikátoru při existenci euroměnového trhu

Přesnější představu o vzájemných vazbách mezi centrální emisní bankou, sektorem domácích obchodních bank a sektorem eurobank nám umožňuje si udělat následující soustava sektorových bilancí.

Seznam proměnných:

- H — hotovost v oběhu
 DR — dobrovolné rezervy domácích obchodních bank
 PR_{BD} — povinné rezervy z běžných depozit
 PR_{TD} — povinné rezervy z termínovaných depozit
 PR_{AEB} — povinné rezervy z aktiv eurobank u domácích obchodních bank
 τ_{BD} — sazba povinných minimálních rezerv z běžných depozit
 BD_{NB} — běžná depozita nebankovního sektoru
 τ_{TD} — sazba povinných minimálních rezerv z termínovaných depozit
 TD_{NB} — termínovaná depozita nebankovního sektoru
 τ_{AEB} — sazba povinných minimálních rezerv z aktiv eurobank u domácích obchodních bank
 A_{EB} — aktiva eurobank u domácích obchodních bank
 P_{NB} — půjčky nebankovnímu sektoru
 q_{AED} — poměr rezerv eurobank (aktiva eurobank u domácích obchodních bank) k eurodepozitům nebankovního sektoru
 ED_{NB} — eurodepozita nebankovního sektoru
 EP_{NB} — europůjčky nebankovnímu sektoru

centrální banka

H
 DR
 PR_{BD}
 PR_{TD}
 PR_{AEB}

domácí obchodní banky

DR
 $PR_{BD} = \tau_{BD} \cdot BD_{NB}$
 $PR_{TD} = \tau_{TD} \cdot TD_{NB}$
 $PR_{AEB} = \tau_{AEB} \cdot A_{EB}$

BD_{NB}
 TD_{NB}
 A_{EB}

P_{NB}

$$A_{EB} = q_{EDF} \cdot ED_{NB}$$

$$EP_{NB}$$

$$ED_{NB}$$

Pozn.: Bilance jsou očištěny o mezibankovní depozitní a úvěrové operace na euroměnovém trhu a domácím peněžním trhu. Rovněž se abstrahuje od vládního sektoru. Aktiva eurobank u domácích obchodních bank mohou mít formu depozit nebo půjček.

V souvislosti s existencí eurobank J. O. Grabbe [1986] mluví o vzniku třístupňové bankovní soustavy, kde nový, třetí stupeň vytvořily v padesátých letech eurobanky. Zároveň s tímto procesem vznikl **dvoustupňový systém bankovních rezerv**, ve kterém domácí obchodní banky drží své rezervy u centrální banky (CB) ve formě dobrovolných a povinných minimálních rezerv, zatímco eurobanky drží své rezervy u domácích obchodních bank ve formě krátkodobých termínovaných a běžných depozit.

Vztahy zachycené v naší soustavě bilancí můžeme rovněž použít pro odvození peněžního multiplikátoru pro měnový agregát $M1$. Definujme peněžní multiplikátor m_1 jako podíl měnového agregátu $M1$ a měnové báze MB :

$$m_1 = \frac{M1}{MB}$$

$$\text{kde } M1 = H + BD$$

$$MB = H + DR + PR_{BD} + PR_{TD} + PR_{AEB}$$

Po provedení všech naznačených substitucí dostáváme

$$m_1 = \frac{H + BD_{NB}}{H + DR + \tau_{BD} \cdot BD_{NB} + \tau_{TD} \cdot TD_{NB} + \tau_{AEB} \cdot q_{AED} \cdot ED_{NB}}$$

Po vydělení čitatele i jmenovatele běžnými depozity BD_{NB} dostáváme tradiční tvar peněžního multiplikátoru, který navíc obsahuje i faktor odrážející vliv euroměnového trhu: $\tau_{AEB} \cdot q_{AED} \cdot ED_{NB}/BD_{NB}$.

$$m_1 = \frac{1 + H/BD_{NB}}{H/BD_{NB} + DR/BD_{NB} + \tau_{BD} + \tau_{TD} \cdot TD_{NB}/BD_{NB} + \tau_{AEB} \cdot q_{AED} \cdot ED_{NB}/BD_{NB}}$$

Jaké faktory rozhodují o hodnotě a změnách peněžního multiplikátoru při existenci euroměnového trhu?

τ_{AEB}

Zvýšení sazby povinných minimálních rezerv z aktiv eurobank u domácích obchodních bank si vynucuje přesun dobrovolných rezerv domácích obchodních bank do povinných rezerv. Za předpokladu, že tento přesun není dostatečný, jsou

domácí obchodní banky nuceny snížit i celkový objem poskytnutých úvěrů, a tak doplnit objem povinných minimálních rezerv u CB na požadovanou úroveň. Snížení objemu poskytnutých úvěrů zároveň však vyvolává demultiplikační proces, který se v pasivech obchodních bank projeví poklesem běžných depozit, termínovaných depozit a eurodepozit. Vzhledem k tomu, že obyvatelstvo a firmy budou splácet část svých úvěrů i v hotovosti, dojde rovněž k poklesu celkového objemu oběživa. Celý demultiplikační proces je obvykle založen na zjednodušujícím předpokladu, že při celkovém poklesu sledovaných veličin se poměry H/BD_{BD} , DR/BD_{NB} , TD_{BD}/BD_{NB} a ED_{NB}/BD_{NB} nemění. Zvýšení sazby povinných minimálních rezerv z aktiv eurobank u domácích obchodních bank tedy v konečném důsledku vede k poklesu hodnoty peněžního multiplikátoru.

q_{EDF}

Zvýšení rezerv eurobank (tzn. aktiv eurobank u domácích obchodních bank) ve vztahu eurodepozitům nebankovního sektoru mohou eurobanky provést prostřednictvím snížení objemu europůjček. Toto snížení nastartuje demultiplikační proces, jehož průběh bude obdobný jako v předchozím případě. Zvýšení poměru rezerv eurobank k eurodepozitům nebankovního sektoru tedy v konečném důsledku rovněž povede k poklesu hodnoty peněžního multiplikátoru.

Výše rezerv eurobank bude zřejmě citlivá na pohyb úrokového diferenciálu mezi europůjčkami a depozity na domácím peněžním trhu. Eurobanky budou zvyšovat své rezervy u domácích obchodních bank na úkor europůjček v případě, kdy úrokové sazby z depozit na domácím peněžním trhu se relativně zvýší ve vztahu k úrokovým sazbám z europůjček. *Pohyb rezerv bude zřejmě rovněž citlivý na vývoj světového hospodářského cyklu.* Eurobanky budou mít tendenci zvyšovat rezervy v době nástupu světové recese, kdy se dá očekávat větší odliv termínovaných eurodepozit v důsledku nedostatečné likvidity v podnikatelském sektoru.

ED_{NB}/BD_{NB}

Kapitálový přesun běžných depozit nebankovního sektoru k eurodepozitům vede logicky ke snížení hodnoty peněžního multiplikátoru, neboť eurodepozita nejsou součástí měnového agregátu $M1$.

Kapitálové pohyby mezi běžnými depozity a eurodepozity budou opět citlivé na změny úrokového diferenciálu mezi domácím peněžním trhem a euroměnovým trhem. V sedmdesátých a osmdesátých letech změny úrokového diferenciálu často vyvolávaly samotné CB tím, že se pokoušely regulovat výši domácích úrokových sazeb pomocí direktivně stanovených úrokových stropů. Tímto způsobem docházelo k rozevirání úrokového diferenciálu a k přesunům depozit firem od domácích obchodních bank k eurobankám, které jsou mimo národní regulační systém. Odstranění nebo snížení těchto stropů vyvolávalo pak opačné pohyby.

Podobné efekty může však vyvolat i vláda prostřednictvím změn daňových podmínek u úrokových výnosů. Zvýšení zdanění úrokových výnosů povede k odlivu kapitálu ve prospěch eurodepozit, která v „off-shore“ centrech nejsou obvykle zdaňována. Na druhé straně *zvýšení rizika (bankovního nebo politického) v „off-shore“ centrech může vyvolat přesun od eurodepozit k depozitům u domácích obchodních bank, neboť eurodepozita se nepojišťují.*

Euroměnový trh a kontrola měnového a kurzového vývoje centrálními emisními bankami

Do jaké míry může existence euroměnového trhu ohrozit měnovou stabilitu či kurzovou stabilitu? Odpovědi na tuto otázku se u jednotlivých autorů značně liší.

Někteří ekonomové se obávají, že neregulovaný euroměnový trh by mohl vést k nekontrolované peněžní expanzi a k trvalému ohrožení měnové stability, a to nejenom u zemí, jejichž měny vystupují jako euroměny. B. Sucharda například argumentuje: „[...] roční nárůst objemu euroměn v druhé polovině 70. let byl větší než 24 % a předstih tohoto růstu před růstem světových exportů činil ročně v průměru takřka 10 %.“ [Sucharda 1983].

Někteří autoři rovněž poukazují na vysoké hodnoty euroměnového multiplikátoru. Například eurodolarový multiplikátor m_E můžeme definovat jako poměr celkového objemu eurodolarů (resp. eurodolarových depozit nebankovního sektoru ED_{NB}) k dolarovým závazkům bankovního sektoru USA vůči bankám v zahraničí L :

$$m_E = \frac{ED_F}{L}$$

Nejvyšší statistické odhady eurodolarového multiplikátoru se pohybují mezi hodnotami 3–7 (viz [Sucharda 1983]). Feiger a Jacquillat [1982] však uvádějí teoretickou kalkulaci, že za předpokladu průměrné sazby povinných minimálních rezerv pro velké banky v USA 16,25 % a dobrovolných rezerv eurobank 2 % bude efektivní sazba povinných minimálních rezerv proti eurodolarům 0,325 %, což připouští mezní hodnotu eurodolarového multiplikátoru 307,7.

Druhá skupina ekonomů odmítá možnost vzniku nekontrolovatelné peněžní expanze, neboť euroměny mají výhradně charakter termínovaných peněz a z celkového objemu eurodepozit je drženo nebankovními domácími subjekty pouze okolo 6 % [McKinnon 1979]. Navíc je důležité si uvědomit, že například existence eurodolarového trhu nemůže žádným způsobem ohrozit kontrolu dolarové měnové báze ze strany Federálního rezervního systému. Eurodolarový trh sám o sobě nemůže způsobit rozšíření dolarové měnové báze ani o jeden dolar. Na druhé straně je nutné připustit možnost nárazových přesunů mezi běžnými depozity a eurodepozity, které mohou zvýšit nestabilitu peněžního multiplikátoru, a tím zhoršit pozici CB při realizaci měnové politiky.

Pokud se podíváme na přístup centrálních emisních bank k euroměnovému trhu, můžeme vytypovat tři okruhy problémů:

1. Mají CB uvalovat povinné minimální rezervy na aktiva eurobank u domácích obchodních bank?
2. Mají CB uvalovat povinné minimální rezervy na eurodepozita (resp. devizová depozita) domácností a firem u domácích obchodních bank?
3. Mají CB samy využívat euroměnového trhu pro ukládání svých devizových aktiv?

Mají CB uvalovat povinné minimální rezervy na aktiva eurobank u domácích obchodních bank?

CB, jejichž měny plní úlohy euroměn a jež používají povinné minimální rezervy jako nástroj své měnové politiky, zavedly povinné rezervy i z půjček domácích obchodních bank od eurobank (resp. z vkladů eurobank u domácích obchod-

ních bank). V šedesátých letech multinacionální obchodní banky v USA přišly totiž na jednoduchou myšlenku, jak úspěšně obcházet tehdejší systém povinných minimálních rezerv pomocí operací na eurodolarovém trhu. Ve větším měřítku byly zakládány dceřiné eurobanky v „off-shore“ centrech a prostřednictvím nich „nasávány“ eurodolarové zdroje. V dalším průběhu si pak mateřské banky v USA tyto eurodolary od eurobank půjčovaly bez povinnosti z takto získaných zdrojů držet povinné minimální rezervy. Všechny nutné operace spojené s obcházením povinných minimálních rezerv byly navíc spojeny s minimálními náklady, neboť:

- eurobanky nejsou ve většině zemí nuceny držet povinné minimální rezervy z eurodepozit (z pohledu hostitelské země se jedná o vklady v cizí měně);
- v tzv. „off-shore“ centrech nejsou eurobanky ani zdaňovány;
- eurobanku může představovat pouze jedna kancelář s minimálním počtem pracovníků, přičemž všechny operace spojené se získáváním euroměn provádí mateřská banka;
- placené úroky eurobance od mateřské banky jsou současně nákladem i příjmem multinacionální banky jako celku.

Obcházení povinných minimálních rezerv prostřednictvím eurobank mělo dva negativní aspekty. Za prvé, byl zde destabilizační dopad na hodnotu peněžního multiplikátoru. Za druhé, tímto způsobem se zhoršovala konkurenceschopnost menších bank, které neoperovaly na euroměnovém trhu.

Mají CB uvalovat povinné minimální rezervy na eurodepozita (resp. devizová depozita) domácností a firem u domácích obchodních bank?

Z hlediska politiky povinných minimálních rezerv tvoří určitou výjimku Bundesbank a Česká národní banka, které uvalují povinné minimální rezervy jak na depozita v domácí měně, tak i na depozita v zahraničních měnách (eurodepozita). Neexistuje zde tedy z měnového hlediska žádný rozdíl mezi uplatňováním povinných minimálních rezerv. Jaký má toto opatření smysl?

Položme si nejprve klíčovou otázku, zda příliv zahraničních depozit do domácích obchodních bank může působit na peněžní zásobu multiplikativně, obdobně jako rozšíření měnové báze CB. To jest: srovnámevme příliv zahraničních depozit například v celkovém objemu 1 mld. USD (30 mld. Kč) se situací, kdy CB nakoupí státní cenné papíry od domácností nebo firem za 30 mld. Kč a tuto částku následně deponuje v obchodních bankách.

Na první pohled se může zdát, že obchodní banky při podstoupení kurzového rizika z otevřené devizové pozice mohou na základě tvorby devizových pasiv poskytovat půjčky v domácí měně. Například, pokud domácí exportní firma Sigma vytvoří dolarové depozitum 1 mld. USA u domácí obchodní banky banka Moravia, je otázkou, co brání tomu, aby banka Moravia neposkytla půjčku 30 mld. Kč při kurzu 30 Kč/USD, jak je tomu v následujících bilancích:

Sigma		banka Moravia	
BD _S		P	BD _S
+1 mld. USD		+30 mld. Kč	+1 mld. USD

O nemožnosti automatického poskytnutí této půjčky nás může přesvědčit záznam celé operace, která je spojena s tvorbou dolarového depozita domácího exportéra. K úplnému záznamu potřebujeme 4 bilance — bilance domácí exportní firmy Sigma, bilanci domácí obchodní banky banka Moravia, bilanci zahraniční importní firmy Amfirm a bilanci zahraniční obchodní banky Ambank. Platba zahraničního importéra proběhne následujícím způsobem

- a) zahraniční importér Amfirm platí 1 mld. USD ze svého účtu, který má vedený u zahraniční obchodní banky Ambank;
- b) zahraniční obchodní banka Ambank připsuje 1 mld. USD na účet české obchodní banky Moravia;
- c) česká obchodní banka Moravia připsuje na účet domácího exportéra firmy Sigma 1 mld. USD.

Sigma		banka Moravia	
BD_S +1 mld. USD		BD_{Mb} +1 mld. USD	BD_S +1 mld. USD
Amfirm		Ambank	
BD_{Af} -1 mld. USD		BD_{Af} -1 mld. USD	BD_{Mb} +1 mld. USD

Jelikož aktiva a pasiva banky Moravia jsou vyrovnány (proti běžnému depozitu firmy Sigma 1 mld. USD u banky Moravia vystupuje běžné depozitum banky Moravia 1 mld. USD u Ambanky), není zde prostor pro automatické poskytnutí korunové půjčky a rozvinutí multiplikačního procesu tvorby depozit v domácí měně, jak je tomu ve srovnávaném případě rozšíření měnové báze nákupem státních cenných papírů CB. V případě, že by banka Moravia chtěla poskytnout korunovou půjčku, musela by nejdříve provést konverzi dolarů do korun s jinou domácí obchodní bankou. Tím by však zároveň došlo k adekvátnímu omezení korunové úvěrové kapacity této druhé domácí obchodní banky. Celkový dopad na domácí peněžní zásobu bude tedy nulový.

Jaký má tedy smysl uvalování povinných minimálních rezerv na zahraniční depozita u domácích obchodních bank, když tato depozita nemohou být sama o sobě zdrojem multiplikační tvorby domácí peněžní zásoby?

ČNB a Bundesbank se tímto způsobem nejspíše snaží předcházet možnosti obcházení povinných minimálních rezerv v systému pevného měnového kurzu, které by bylo možné teoreticky provést následující cestou: Za předpokladu, že CB je povinna pomocí devizových intervencí kontrolovat pohyb měnového kurzu, bylo by pro obchodní banky výhodné získávat eurodepozita nezatížená povinnými minimálními rezervami a dále pak takto získané euroměny směňovat u CB za domácí měnu s cílem rozšíření vlastní úvěrové kapacity v domácí měně. Z hlediska měnové a kurzové politiky CB tímto způsobem dochází na jedné straně k apreačnímu tlaku na měnový kurz domácí měny a na druhé straně k vynucenému zvýšení měnové báze.

Klíčovým problémem uskutečnění této operace z hlediska obchodních bank bude ocenění rizika spojeného s otevřením vlastní devizové pozice (obchodní banka bude mít aktiva v domácí měně, zatímco pasiva bude mít v euroměnách). Za předpokladu stejné výše úrokové míry na domácím a zahraničním trhu budou

obchodní banky takto postupovat, pokud subjektivně oceněné riziko ztráty z otevřené devizové pozice bude nižší než zisk z obehnutí povinných minimálních rezerv. V systému pevného měnového kurzu by se toto riziko mohlo považovat za relativně nízké, neboť CB ve značné míře garantuje stabilitu kurzu a „pozornému“ účastníkovi trhu je změna ústředního kurzu včas signalizována například deficitním vývojem běžného účtu platební bilance. Nicméně i v případě nízkého rizika zde budou značné limity pro možnosti většího otevření devizové pozice, neboť prakticky všechny obchodní banky mají své interní limity pro otevírání vlastních devizových pozic.

Mají CB samy využívat euroměnového trhu pro ukládání svých devizových aktiv?

Představme si nedávnou situaci, kdy probíhala destabilizační spekulace na znehodnocení kurzu francouzského franku, který byl v rámci evropského měnového systému pevně svázán s ostatními členskými měnami v pásmech oscilace $\pm 2,25\%$. CB členských zemí byly nuceny od spekulantů nakupovat francouzské franky za svoje národní měny, pokud nechtěly připustit devaluaci franku v rámci bilaterální kurzové mříže. Zároveň stály před problémem, jak s takto získanými franky naložit. V „tradičním“ bankovním systému před vznikem euroměnového trhu by se za takto získané franky nejspíše nakoupily státní cenné papíry u Francouzské národní banky. Po vzniku euroměnového trhu, na kterém eurobanky nabízejí obvykle lepší úročení než státní cenné papíry, začaly samotné CB ukládat svá aktiva u eurobank. Položme si nyní otázku, zda má tato změna nějaký širší měnový či kurzový význam.

Představme si, že Německá spolková banka (NSB) — Bundesbank nakoupí v rámci devizových intervencí za 1 mil. DEM 2 mil. FRF. Z toho jeden milion uloží u eurobanky E-bank a za druhý milion nakoupí státní cenné papíry SP_{FV} u Francouzské národní banky (FNB).

NSB		E-banka		FNB	
ED _{NSB} +1 mil. FRF	oběživo +1 mil. DEM	?	ED _{NSB} +1 mil. FRF		oběživo -1 mil. FRF
SP _{FV} +1 mil. FRF				SP _{FV} -1 mil. FRF	

Z předchozí soustavy bilancí je patrné, že zatímco při nákupu státních cenných papírů u Francouzské národní banky končí cesta 1 mil. FRF tam, kde začala — ve Francouzské národní bance —, ve druhém případě není zatím jasné, co eurobanka se získaným 1 mil. FRF učiní. Existuje zde pravděpodobná možnost, že větší část těchto prostředků si od eurobanky opět půjčí spekulanti, kteří je následně odprodají Spolkové bance v rámci devizových intervencí. Za předpokladu, že eurobanky netvoří žádné rezervy u obchodních bank na francouzském měnovém území, celý tento multiplikační proces bude ukončen až ve chvíli, kdy Bundesbank nakoupí za celé 2 mil. FRF státní cenné papíry u Francouzské národní banky. Je zřejmé, že čím dříve bude Bundesbank s tímto nákupem otálet, tím více bude muset nakoupit francouzských franků a prodat německých marek. Existuje zde tedy bezprostřední dopad jak na měnový kurz DEM/FRF, tak i na devizové rezervy Spolkové banky a peněžní zásobu v Německu.

Na tuto variantu multiplikačního procesu poprvé poukázal F. Machlup [1970], když hledal vysvětlení pro enormní nárůst dolarových devizových rezerv v šedesátých letech, který výrazně převyšoval růst dolarových závazků bankovního sektoru USA. Z pohledu fungování pevných měnových kurzů tedy doporučit CB používání euroměnového trhu pro ukládání jejích devizových aktiv nelze. Zejména v integračních seskupeních s pevnými měnovými kurzy by CB měly při spekulacích tlacích preferovat nákup cenných papírů nebo vytváření depozit u partnerských CB před eurodepozity u eurobank, aby tak došlo k zastavení multiplikační tvorby likvidity i u spekulantů.

LITERATURA

- CARLI, Q.: Eurodollar: A Paper Pyramid. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, June 1971.
- FEIGER, G.—JACQUILLAT, B.: International Finance. Allyn and Bacon, Inc., Boston 1982.
- FRATIANNI, M.—SAVONA, P.: Eurodollar Creatinon. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, June 1971.
- FRIEDMAN, M.: The Eurodollar Market: Some First Principles. Morgan Guaranty Survey, October 1969.
- GRABBE, J.O.: International Finance Market. Elsevier Science Publishing Co., Inc., New York 1986.
- GRABBE, J.O.: Liquidity Creation and Maturity Transformation in the Eurodollar Market. Journal of Monetary Economics, 1982, č. 9. s. 39—72.
- McKINNON, R.: Money in International Exchange. Oxford University Press, New York 1979.
- McKINNON, R.: The Eurocurrency Market. Essays in International Finance, No. 125, 1977.
- MACHLUP, F.: Euro Dollar Creation: A Mystery Story. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, September 1970.
- MAYER, H.: Multiplier Effects and Credit Creation in the Eurodollar Market. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, September 1971.
- NIEHANS, J.—HEWSON, J.: The Eurodollar Market and Monetary Theory. Journal of Money, Credit, and Banking, February 1976.
- SUCHARDA, B.: Eurodolary — euroměny v mezinárodních platech. Praha, Československá obchodní a průmyslová komora 1983.
- SWOBODA, A.: The Euro-dollar Market: An Interpretation. Princenton Essays in International Finance, No. 64, 1968.

SUMMARY

Monetary and Exchange Rate Aspects of Eurocurrency Market

Martin MANDEL, Monetary Theory and Policy Chair, The Prague School of Economics

Eurocurrency deposits — those denominated in a currency other than that of the host country — have risen spectacularly in recent years. The article aims to analyze function of eurocurrency market, relationships between creation of eurocurrencies and domestic money supply and questions of regulation of eurocurrency market.

The first section of this article describes the balance sheet of a typical eurobank. The second section explains the process of multiplication of eurocurrencies. The third section is devoted to algebraic derivation of money multiplier with the effect of eurocurrency deposits. The last section resolves problems of regulation of eurocurrency market. Attention is devoted to efficiency of the foreign-exchange interventions, too. There is conclusion that the eurocurrency market is not too danger for stability of the domestic money stock but it can decrease efficiency of the foreign-exchange interventions because it increases liquidity for speculators.