

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

Tel.: (02) 253 018 nebo: (02) 24 21 00 25, l. 6141

Fax: (02) 253 728

Šéfredaktor: 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

František VENCOVSKÝ: Finanční deriváty a peněžní politika 281

Vratislav IZÁK: Nabídka peněz — endogenní, nebo exogenní? 291

František CVENGROŠ: Indexy kapitálového trhu v ČR 304

Jiří FOTR: Finanční analýza firmy a její počítačová podpora 317

Finance a úvěr v zahraničí

Sergej KOZLÍK: Exposé podpredsedu vlády a ministra financií SR k návrhu štátneho rozpočtu SR na rok 1995 327

Jozef MAKÚCH: Menový program Slovenska na rok 1995 — východiská a predpoklady 334

Informace 343

CONTENTS

František VENCOVSKÝ: Financial Derivatives and Monetary Policy 281

Vratislav IZÁK: Money Supply — Endogenous or Exogenous? 291

František CVENGROŠ: Indexes of the Capital Market in the CR 304

Jiří FOTR: Computer Supported Financial Analysis of Firms 317

Finance and Credit Abroad

Sergej KOZLÍK: Exposé of the Deputy Prime Minister and Minister of Finance of the Slovak Republic to the Proposal of the State Budget for 1995 327

Jozef MAKÚCH: Monetary Program of the Slovak Republic for 1995 — Bases and Pre-conditions 334

Information 343

DT: 336.764.2; 336.764.21; 338.23 :336.74(437)

Finanční deriváty a peněžní politika

František VENCOVSKÝ*

Zhroucení nejstarší britské investiční banky Barings Plc. koncem února letošního roku bylo výsledkem hazardní a neúspěšné spekulace v oblasti finančních derivátů. Otráslo světovými kapitálovými trhy a určitému pádu se nevyhnula ani britská libra. Ani pokus Bank of England zachránit situaci se nevydařil. Potvrdily se obavy vyslovované v souvislosti s prudkým rozšířením a těžko zvládnutelným obchodem s deriváty v letech 1992 a 1993, že buď jejich spekulativní zneužití, anebo špatný odhad jejich výnosů by mohly vyvolat řetězovou reakci na světových finančních trzích. Ovšem nejen případ britské Barings Plc., ale i analýzy tendencí v obchodech s deriváty zřetelně naznačují, že funkce derivátů jako vhodného prostředku pro spekulaci může převážet nebo aspoň silně narušit funkci derivátů jako prostředku k zajištění finančních aktiv investorů.

Měnové autority zemí, v nichž obchod s deriváty nabývá silně na progresi — zejména Německá spolková banka —, si uvědomují, že jde o záležitost, která svým významem začíná nejen daleko přesahovat rámec komerčních bankovních aktivit, ale dotýká se i spolehlivosti výkonu bankovních funkcí v zemi a má tedy i vliv na provádění a účinnost měnové politiky. Je tomu tak proto, že nad činnosti komerčních bank jako zprostředkovatelů mimobankovních obchodů s deriváty začíná v posledních dvou letech převažovat činnost komerčních bank jako konečných uživatelů na trhu derivátů; chrání si své portfolio pomocí derivátů, resp. obchod s deriváty se u některých bank stává důležitým předmětem portfoliové politiky. Pro centrální banky pak vznikají dva závažné aktuální problémy. Prvním z nich je provádění dohledu těchto bank nad komerčním bankovníctvím, aby měnící se struktura finančních trhů a měnící se aktivity bank nevedly k takovým situacím, které by výrazně ohrozily nebo narušily peněžní oběh, a tedy rovnováhu a plynulost peněžního, zejména kapitálového trhu a nevyústily v oslabení důvěry v měnový vývoj v zemi. Druhým z těchto problémů je koncipování

* Doc. JUDr. František Vencovský, katedra měnové teorie a politiky VŠE Praha

Redakce příspěvek obdržela 22. 3. 1995.

a realizace peněžní politiky těchto centrálních bank, která může být dotčena rozšířeným používáním finančních derivátů natolik, že povede i k přehodnocení nástrojů emisní politiky a k přehodnocení koncepce peněžní politiky vůči komerčním bankám vůbec.

Vymezení derivátů v teorii i v praxi je už zhruba jednotné. Označují se tak finanční kontrakty — charakterizované také jako instrumenty trhu —, jejichž vlastní cena je odvozena (tedy jaksi derivována) od tržní ceny, příp. od cenového indexu jednoho (nebo více) původního, tedy základního aktiva. Vyskytují se sice v pestrých formách, často ve složitých kombinacích, ale jejich společným rysem je vždy smluvní orientace na budoucnost, která může být konstruována v zásadě:

— buď jako závazek prodat nebo koupit; sem patří takové derivátové typy, jako je forward a futurita (futures), kdy se smluvní partneři vlastně dohodnou, že si v budoucnu „vymění“ určité množství aktiv za předem stanovenou cenu; oba přejímají „zrcadlové“ riziko ztráty nebo zisku; riziko je rozděleno „symetricky“;

— anebo jako opce, s níž je spojeno právo, ale ne povinnost koupit nebo prodat nějaké aktivum za předem stanovenou cenu v určitý den nebo před tímto dnem, kdy platnost opce končí; zde je riziko „asymetrické“, neboť ten, kdo opci kupuje, se zajišťuje jednostranně proti takovému růstu ceny, který by byl pro něho nepříznivý. Ten, kdo opci prodává, nese sice toto riziko, ale nemůže — na rozdíl od forwardu a futurity — těžit z takového cenového vývoje, který by byl pro něho příznivý. Jednostranně převzaté riziko z cenové změny je vyjádřeno premií, kterou platí kupec opce.

Z těchto dvou základních typů se odvozují další derivátové konstrukce a kombinace, jako například úrokový swap, který může být konstruován jako kombinace jednotlivých dohod o sazbě forwardu (FRAs — Forward Rate Agreements). Základem obou typů derivátů jsou většinou čtyři druhy aktiv, resp. jejich ceny: devízy a jejich kurz, obligace a jejich úročení, komodity a jejich ceny, kmenové akcie a jejich kurz.

Funkční smysl derivátů spočívá v *izolovaném ocenění* rizik a v jejich převádění z partnera na partnera. Toto riziko lze sice převádět pomocí tradičních „klasických“ termínových obchodů, ale použití derivátů umožňuje převádět toto riziko mnohem jednodušeji a s nižšími technickými a peněžními náklady, protože odpadá předání, resp. přímý převod aktiv, která jsou základem derivátů; tato aktiva slouží pouze jako propočítávaná veličina. A právě tato úspora na transakčních nákladech — spojená s izolací rizika konstrukcí řady derivátů — propůjčuje finančním derivátům značný „pákový účinek“, který se stal rozhodujícím pro jejich velké rozšíření. Umožňují totiž pestré rizikové konstrukce podle individuálních rizikových preferencí. Nasazení derivátů může sloužit jak k zajištění proti riziku (hedging), tak naopak k záměrnému převzetí rizika (při spekulacích).

Naléhavá potřeba posoudit účinnost dosavadní peněžní politiky centrálních bank z hlediska finančních derivátů je vyvolána prudkým růstem jejich užívání. Koncem roku 1993 dosáhl objem sledovaných burzovních i mimoburzovních derivátů podle údajů Banky pro mezinárodní platby v Basileji přes 15 000 mld. USD. *Pro peněžní politiku centrálních bank je přitom významné, že těžiště se přesunulo do derivátů spojených s úrokem, tedy do oblasti, která je zvlášť citlivá pro současnou emisní praxi.* Úrok totiž získává v posledních letech opět klíčové postavení v monetárním transmisním procesu západoevropských emisních bank, které samy vstupují iniciativně na krátkodobý peněžní trh a zasahují do jeho utváření zejména úrokovým působením. Stav úrokově konstruovaných futurit, opcí a swapů se v letech 1987 až 1993 zvýšil z 1 300 mld. USD na téměř 14 000 mld. USD. Jen na burzovních obchodech s deriváty představovaly úrokově konstruované deriváty přes 80 %. Jejich podíl se zvýšil i v mimoburzovních obchodech (tzv. Over the Counter — OTC-trh); není však přesně zjištělný. Naproti tomu po-

VÝVOJ FINANČNÍCH DERIVÁTŮ					
	v mld. USD				
	1987	1990	1991	1992	1993
	konečné stavy				
<i>deriváty typu forwardů a futurit</i>					
burzovní obchody					
— úroky	488	1 454	2 157	2 902	4 960
— měnové kurzy	14	16	18	25	30
— akcie	18	70	77	81	119
mimoburzovní obchody					
— úrokové swapy	683	2 312	3 065	3 851	6 177
— měnové swapy	184	578	807	860	900
<i>deriváty typu opcí</i>					
— úrokové	122	600	1 073	1 385	2 632
— měnové	59	56	61	80	81
— akciové	26	96	137	168	286
— jiné	..	561	577	635	..

pramen: Banka pro mezinárodní platby, Basilej — 64. výroční zpráva.

díl derivátů vázaných na měnové kurzy a na kurzy akcií představuje pouze asi 6,5 %, resp. 2,5 % z celkového objemu derivátů.

A pokud jde o měny, ve kterých jsou deriváty konstruovány a v kterých se obchodují, nastal v posledních letech silný přesun k německé marce. Souvisí to jak s pozicí, kterou marka získala ve vývoji měnových kurzů, tak s jejím podílem na operacích ve světovém zbožovém a kapitálovém obchodě, zejména pak s jejím místem v devizových rezervách bank. V každém případě lze tento proces chápat i jako další internacionalizaci německé marky.

Poptávkové a nabídkové účinky derivátů

Utváření derivátů a obchodování s nimi však může vytvářet situace, které se dotýkají zájmů peněžní politiky; zvyšují likviditu na peněžním trhu. Neboť právě pro vývoj likvidity na finančních trzích je typické, že s tvořením derivátů se vytvářejí nové peněžně rizikové pozice, aniž by se základ derivátů měnil. Lze namítnout, že záleží na tom, aby rizika, která jsou v derivátech konstruována, byla přejímána jen od těch účastníků trhu, kteří sami unesou případné ztráty, aniž by je přenašeli na další. To je však samozřejmý a reálný předpoklad, jinak by tento trh nevznikal a nešířil se.

Tím, že finanční deriváty přispívají k širšímu rozdělení rizika a rozšiřují tedy prostor pro kapitálový trh, mají nesporně i stimulační vliv na podnikatelské aktivity a v podstatě i na výrobu. Takových případů je celá řada. Například podnik může nasazením derivátů oddělit od sebe obchodní, resp. výrobní riziko vyplývající z určitého investičního záměru od finančního úrokového rizika tohoto záměru. Takové postupy vytvářejí příznivější finanční podmínky pro investování a přispívají k aktivizaci investiční činnosti. Z národohospodářského hlediska tedy finanční deriváty vytvářejí živnou půdu pro růst nabídky.

Obdobně pozitivně působí deriváty i na stranu celkové poptávky, protože při-

spívají — rozložením rizik — k vyrovnání důchodových výkyvů. Lze však jen obtížně spolehlivě analyzovat a posoudit, zda na agregované rovině převládají ze širšího používání derivátů efekty stimulující více nabídku, nebo více poptávku. Proto nelze jednoznačně usuzovat ani na určitý převažující vliv derivátů na zmírnění, nebo na posílení inflačního napětí v zemi. Analýzy s takovým vypovídacím a kvantifikovatelným pohledem zatím neexistují. *Převládá však názor — například v Německé spolkové bance —, že používání finančních derivátů může mít pouze dlouhodobé měnové účinky, a že tedy mají pro praktickou peněžní politiku — v působení na krátkodobý peněžní trh zatím druhořadý význam.*

Nicméně prioritním cílem měnové politiky centrálních bank je orientace na dlouhodobou cenovou stabilitu, a to zpravidla přes utváření měnové báze a jejího vztahu k vývoji peněžní zásoby v zemi. *I v tomto ohledu zatím převládá názor, že možnosti centrálních bank ovlivňovat dlouhodobě inflaci zůstávají rozšiřováním finančních derivátů zásadně nedotčeny, protože centrální banky mají pod svou kontrolou jak emisi oběživa, tak tvorbu povinných minimálních rezerv obchodních bank.* Musejí ovšem v těchto postupech reagovat na měnící se situaci — i když se mění vlivem derivátů — v peněžní nabídce a poptávce.

Pro konkrétní postupy centrální banky se utváří nová situace *pouze tím, že vznikem derivátů se mění struktura finančních trhů.* Od aktiv se oddělují — jaksi odštěpují — cenová, úroková a kurzová rizika, jedná se o nich, resp. kalkuluje a obchoduje se s nimi odděleně, což umožňuje pružnější zastupitelnost, nahraditelnost, resp. substitučnost finančních aktiv, která jsou základem derivátů. Pro určitého investora se například stírá rozdíl mezi státní půjčkou, která je zajištěna proti kurzovému riziku smlouvou typu určité futurity, a mezi nerizikovým bankovním depozitem uloženým na stejnou dobu. Otevírají se tak možnosti pro arbitráže mezi finančními aktivy, které byly dříve příliš specifické, a tedy těžko zastupitelné. Zvyšuje se tak likvidita trhů a zužuje se prostor pro dílčí tržní výkyvy, které vznikají z rušivých dílčích impulzů ze strany určitých finančních aktiv. Poruchy se — v důsledku větší substitučnosti aktiv — „rozlévají“ po širší ploše. To se týká jak národních, tak mezinárodních finančních trhů.

Substitučnost aktiv uvolňuje podnikatelské kalkulace nabídkou širších možností a preferencí, vytvářejí se nová aktiva, finanční trhy se stávají z národohospodářského hlediska efektivnějšími. Zejména utváření cen, úroků a kurzů se dostává do výraznější závislosti na výrobních, odbytových a nákladových kalkulacích, oslabuje se závislost na kalkulaci rizikových faktorů. To nebylo před vznikem finančních derivátů možné.

Naproti tomu se však (v souvislosti se stále se zvyšující vahou derivátů na finančních trzích) nastoluje i otázka jejich možného negativního působení, dokonce v určitých situacích jejich působení s kontraproduktivními účinky. Právě případ britské Barings Plc. znovu vyvolal potřebu takového objektivního hodnocení. Zkušenosti i z „předderivátové“ vlny ukazují, že zejména v dobách přechodné měnové a vůbec hospodářské nejistoty často dochází k tomu, že účastníci trhu se dopouštějí chybných ocenění svých záměrů, špatně odhadují vývoj. Následkem je pak zcela zřejmé: ceny finančního trhu neodrážejí základní výrobní, odbytové, úvěrové, měnové a další tendence, dočasně se od nich odchyľují, takže poměry na finančním trhu ztrácejí souvislost s reálným vývojem ekonomiky. Finanční trh tak ztrácí dlouhodobá základní kritéria, přestává být — z hlediska makroekonomického vývoje a zvláště pak z hlediska peněžní politiky centrální banky — spolehlivě funkční. Finanční deriváty mohou — svým „pákovým“ působením — tyto odchylky snadno zesílit, a to tím, že zesilují krátkodobé výkyvy v tržních cenách, úrocích, kurzech atd.

Uvedené nebezpečí finančních derivátů se může zvýšit i tím, že z ryze spekulacních důvodů dojde k vědomým konstrukcím vysokého rizika. Závažné je i to,

že obchod s deriváty se soustřeďuje do několika málo míst, resp. oblastí, kde operuje relativně malý počet firem, které ve větším rozsahu pracují s deriváty nebo se na ně dokonce specializují. Nebezpečí dominového efektu v případě, kdy jen jeden důležitý účastník trhu s deriváty odpadne, je zřejmé.

Finanční deriváty tedy na jedné straně zvyšují celkovou likviditu firem a bank, umožňují širší podnikatelskou, zejména investiční aktivitu, působí stimulačně na agregátní nabídku ap., na druhé straně však velmi citlivě reagují na cenové, úrokové, kurzové a další tendence na finančním trhu, zesilují odchylky cen finančního trhu od základních tendencí v cenových, úrokových a měnových poměrech a mohou tedy na tržní systém působit v určitých situacích destabilizačně, někdy až rušivě, a to často i s účinky, které vedou ke kapitálovým ztrátám.

Jsou to pozitivní i negativní projevy, resp. vůbec působení finančních derivátů, které nemohou zůstat stranou zájmu centrální banky, resp. autorit, které provádějí peněžní politiku a kterým záleží na stabilitě a dlouhodobě rovnovážném vývoji peněžního systému, jehož rozhodujícími prvky je finanční trh a v jeho rámci trh finančních derivátů. *Nastoluje se tak i otázka možnosti a kompetencí bankovního dohledu, resp. vůbec dohledu nebo kontroly nad používáním finančních derivátů.* O mimořádné a vysoce aktuální situaci v této oblasti ostatně svědčí i „Zpráva Basilejského výboru pro bankovní dohled o sledování derivátových obchodů bank“ z prosince 1994.

Deriváty jako předmět zájmu bankovního dohledu

Tento dohled patří ve většině zemí systémově do kompetencí centrální banky. Tak je tomu i u nás, kde v § 44 zákona o České národní bance (č. 6/1993 Sb.) je výslovně uvedeno, že jí přísluší dohled „nad bezpečným fungováním bankovního systému“, a v důvodové zprávě se vysvětluje základní smysl bankovního dohledu jako působení „k zabezpečení likvidity bank a snižování rizik spojených s bankovními činnostmi s cílem ochrany vkladatelů a upevnění důvěry v bankovní systém a v českou měnu“. I když zatím v našich podmínkách deriváty teprve ojediněle vznikají a nepředstavují ještě významnější problém v našem bankovním dohledu, je třeba s touto situací výhledově počítat. Smysl bankovního dohledu je totiž ve všech zemích stejný a příslušná ustanovení v našem zákoně o centrální bance nejsou výjimkou.

První zkušenosti s finančními deriváty u západoevropských bank však naznačují, že právě vznik derivátů silně komplikuje dohledové působení centrální banky. Deriváty jsou často konstruovány složitě, pro ostatní partnery jsou někdy až těžko „průhledné“, s rozvětvenými účinky. *V dohledu, resp. v kontrole nad deriváty tedy zřejmě nepůjde o jakési administrativní „zprísňení“ dohledu, o odkrývání důležitých a snadno konkretizovatelných „nedostatků“ a o porušování určitých norem.* To ostatně naznačuje i zmíněná „Zpráva Basilejského výboru“. *V případě finančních derivátů totiž bude mít prioritu — a dosavadní zkušenosti ze světových finančních trhů to potvrzují — sledování kritérií, podle nichž se posuzuje naplňování cílů peněžní politiky v zemi: aby tendence na finančních trzích byly v souladu s cíli této politiky a aby je finanční deriváty nenarušovaly nebo nerozměňovaly.* Rozkolísanost cen, úroků i měnových kurzů (jejich volatilita) může snadno „stírat“, příp. paralyzovat úrokovou a kurzovou politiku centrální banky; deriváty mohou působit obojím směrem, a to jak ke zvyšování výkyvů volatility a k jejich četnosti, tak k jejich tlumení. Je-li příčinou vysoké volatility úroková nebo kurzová nejistota, může volatilita ztížit tvorbu kapitálu, což se dotkne vývoje peněžní zásoby v zemi, a tedy hlavního prostředku k realizaci programového měnového cíle. Jestliže se velké finanční deriváty v určitých situacích kon-

struují převážně z důvodů spekulálních a cenové, úrokové a kurzové spekulace se silně „odkloní“ od skutečného tržního vývoje, může snadno dojít ke krizovým situacím (viz opět případ britské Barings Plc.), kdy se výslovně očekával nebo dokonce požadoval zásah centrální banky k zabránění „dominovému“ efektu; tedy zásah z titulu hlavní funkce centrální banky — chránit měnu.

Dohled nad kapitálovými trhy se tak dostává do náročnější souvislosti, do souvislosti s peněžní politikou. Lze říci, že smysl výkonu tohoto dohledu vlastně splývá s prováděním peněžní politiky ve snaze minimalizovat pravděpodobnost vzniku krizových výkyvů, případně omezovat jejich důsledky. Široká internacionalizace trhů s finančními deriváty navíc vyžaduje i mezinárodně koordinovaný postup institucí, které dohled provádějí.

Právě z hlediska souvislosti dohledu s peněžní politikou je třeba zdůraznit prozrazování takových obsahových prvků do dohledu nad finančními trhy, které budou působit preventivně proti vzniku peněžních krizových situací. Je to především dosažení širší informovanosti o chování partnerů trhu, a to v jejich zájmu. Trh s deriváty je málo transparentní, konstrukce derivátů a rizikových úvah je stále komplikovanější, často utajovaná. Zřejmě proto bude nezbytná určitá spolupráce dohledu s účastníky trhu tak, aby se obchodům s deriváty dostalo širší publicity, zejména aby potenciální účastníci trhu byli informováni o tom, jaké rizikové úvahy převládají, jaké jsou výsledky jejich realizace. Jedině informovanost zlepši spolehlivost obchodů s deriváty z hlediska jejich základních funkcí — oddělit oceňování a převádění rizik od aktiv a od obchodů s nimi, a tím zlepšit průhlednost obchodů s aktivy, která jsou základem derivátů a jejichž dlouhodobá kalkulace je hlavním zájmem investorů a hlavním předmětem rozhodování podnikových managementů.

Proszazení širší informovanosti o obchodech s finančními deriváty se tak stává jedním z hlavních předpokladů účinné realizace peněžní politiky při existenci derivátů, protože přispívá k paralyzování prudkých výkyvů v obchodování s nimi. Tyto výkyvy totiž nejsou vždycky vyvolávány jen silnou a hazardní spekulací, ale — a snad dokonce ve větší míře — nekvalifikovaným, chybným oceněním rizik a nekvalifikovanou konstrukcí derivátů, a tudíž nedostatkem informací. Každý extrémní tržní výkyv, který svým rozsahem vyvolá krizi partnerů, má úzký vztah k přesunům kapitálu, k peněžní likviditě trhu, a tedy i k peněžní politice centrální banky. Bankovní dohled, který je vlastně pilířem celkového dohledu nad finančními trhy a jehož subjektem ani nemusí být jen centrální banka, se tedy stává v situaci prudkého rozšiřování derivátových obchodů jedním z nástrojů realizace emisní politiky. Zpráva Basilejského výboru pro bankovní dohled o sledování derivátových obchodů bank z prosince 1994 však zatím takové zaměření ještě zcela nemá.

Finanční deriváty v politice peněžní emise

Změny ve struktuře finančních trhů a celkem zdařilé zvládnutí inflačního vývoje v posledních letech se projevily i v novém trendu, resp. v přízpůsobení emisních metod centrálních bank zemí Evropské unie. Ve změně tohoto trendu se projevují dva rysy: Za prvé, centrální banky opouštějí ve svém emisním „instrumentáriu“ pozici, kdy v podstatě reagovaly na úvěrovou poptávku obchodních bank režimem finančních facilit, a přecházejí do pozice, kdy samy vstupují iniciativně na krátkodobý peněžní trh a podle svých monetárních hledisek zasahují do peněžního oběhu. Typickým příkladem této změny je růst operací na volném trhu. A za druhé, mezi jednotlivými centrálními bankami se prohlubuje diferenciací používaných metod podle odlišností v měnové situaci a podle možností její-

ho ovlivňování; typickým rysem jsou například rozdíly v režimu minimálních povinných rezerv.

Systém těchto rezerv má jediný cíl — centrální banky jejich pomocí regulují vývoj peněžní zásoby a rezervy jsou hlavní složkou měnové báze. Cílem není likvidita obchodních bank (k tomu jsou jiné nástroje), ale hlavně ovlivňování agregátní peněžní nabídky. Používání minimálních rezerv však klesá. Ve všech zemích jsou sice centrální banky ze zákona oprávněny vytvářet minimální rezervy, ale aplikace zákonů je různá. V Nizozemí je De Nederlandsche Bank používá velmi omezeně a pružně; uzavírá s peněžními ústavy časově omezené dohody podle situace v peněžním vývoji. Nepoužívají se v Belgii a ve Velké Británii (kde je sice stanovena „cash ratio deposits“ sazba 0,35 % z depozit na viděnou i z termínovaných a úsporových vkladů, což se však považuje za určitý druh poplatku na úhradu nákladů spojených s dohledem, který provádí Bank of England). Také úročení je různé. Zatímco ve většině zemí (například v Německu, ve Francii) musejí být pohledávky u centrální banky uloženy bezúročně, v některých je naopak jejich úročení samozřejmostí (u Banca d'Italia 6,5 %, resp. 5,5 % podle časové struktury rezerv).

Větší význam mají krátkodobé refinanční úvěry. Přístup k nim mají ve většině zemí pouze obchodní banky, přičemž okruh bank není stejný; od malého počtu předních bank — „market makers“ —, jako je tomu například ve Francii a ve Velké Británii, až po relativně široký okruh peněžních ústavů (např. v Rakousku a Německu). Přístup obchodních bank k refinančním úvěrům je však omezený. Jde především o omezení *kvalitativní* — na základě vysoce hodnotných aktiv, například smének s AAA-hodnotou, státních cenných papírů, v některých zemích i vybraných soukromých papírů (ve Francii „billets globaux de mobilisation“). Jsou to vždy jen papíry s vysokým stupněm jistoty. Výjimky jsou řídké, například devizy (jsou kolaterálním cenným papírem, tj. papírem, který banky přijímají zpravidla jako záruku) nebo pro obchodní banky v Dánsku a ve Velké Británii „intra-day“ facility. Dále jde o omezení *kvantitativní*, například určením eskontních a lombardních kontingentů, úvěrových stropů atp. (od toho se však v souvislosti s postupnou deregulací finančních trhů upouští).

Rozhodující obecnou hrází pro čerpání těchto úvěrů je úroková sazba (diskont). Centrální banky ji stanovují se zřetelem k vývoji na krátkodobém peněžním trhu, aby uvolňovaly případné napětí na tomto trhu svou úvěrovou nabídkou a bránily takovému růstu úroků, který by byl výrazem krátkodobého nedostatku platebních prostředků. Rozsah refinančních úvěrů však není odvislý jen od diskontní sazby, ale i od úvěrových a platebních zvyklostí, resp. od peněžní tradice v jednotlivých zemích; tou je především rozsah používání směnky nebo lombardu v platebním a úvěrovém styku. V některých zemích jsou proto eskontní úvěry poskytovány na bázi obchodních smének centrální bankou zcela bezvýznamně nebo vůbec neexistují (např. Francie, Itálie, Nizozemí). Účinnost diskontní politiky je proto různá. V některých zemích má změna diskontní sazby přímý, bezprostřední odraz v situaci na peněžním trhu — jako fungování transmisního peněžního mechanismu (zejména v Německu a v Rakousku); v některých zemích jsou její změny spíše „signálem“ úrokové, resp. úvěrové, a tedy vůbec měnové koncepce centrální banky.

Nejrozšířenějším emisním nástrojem se stávají operace na volném trhu, protože jejich prostřednictvím mohou centrální banky působit velmi pružně na vývoj peněžní zásoby v zemi. Jejich moderní formou, resp. variantou, jsou repo obchody (označení pro „repurchase agreement“), při nichž centrální banka nakupuje od obchodních bank vybrané, tedy vysoce kvalitní obligace (nejčastěji státní pokladniční poukázky, vkladové certifikáty atp.), a to se závazkem prodávajícího, že je zpětně v pevně dohodnutém termínu odkoupí zároveň s úrokem, jehož sta-

novení je součástí příslušné dohody. Opačnou operací je „reverse repo“, které se využívá k absorbování likvidity obchodních bank. Těmito způsoby lze tedy řešit jak likviditu příslušné obchodní banky, tak celkové působení na vývoj peněžní zásoby. Záleží také na tom, zda těmito operacemi chce centrální banka působit především na zásobu peněz v ekonomice, anebo především na vývoj úroků na peněžním trhu.

Technikou je zpravidla „tender“. Je-li prioritou vliv na peněžní zásobu, určí centrální banka jak rozsah cenných papírů, které je ochotna koupit, tak také pevnou úrokovou sazbu. Banky oznamují množství cenných papírů, které nabízejí za tento úrok centrální bance; jsou pak uspokojovány proporcionalně k nabídkám. Je-li prioritou působení na úrok, musejí obchodní banky nabídnout jak množství cenných papírů, tak úrok. Obchody se mohou uskutečnit buď holandským postupem, kdy se začíná od nejnižší úrokové sazby, kterou určí centrální banka, anebo americkým způsobem, kdy se začíná od nejvyšší úrokové sazby.

Repo operace mají tak vlastně už charakter emisního úvěru, a proto jsou někdy zařazovány spíše mezi refinanční úvěry než mezi operace na volném trhu.

Do aktuálního „instrumentária“ emisních bank patří i stále častěji praktikované emise vlastních krátkodobých a úročených cenných papírů (certifikátů) centrální banky. Používá je například Deutsche Bundesbank jako jemný nástroj k řešení likvidity obchodních bank; mohou je nakupovat také „ne-banky“. Naproti tomu De Nederlandsche Bank se jich v roce 1992 zřekla jako postupu neadekvátního jejímu působení na vývoj peněžní zásoby, ale v roce 1994 je obnovila.

Rozšířené používání finančních derivátů tedy nastoluje otázku, *jak dalece ovlivňují nebo mohou ovlivňovat emisní aktivity centrálních bank, nebo přesněji: zda existence trhů s deriváty „zapadá“ do uvedeného „instrumentária“ centrálních bank, resp. zda není třeba toto „instrumentarium“ modifikovat tak, aby bylo adekvátní novým tržním zvyklostem.*

Nesporné je, že deriváty „zjemnily pletivo“ tržních finančních vztahů, s nimiž je spojena emisní aktivita centrálních bank, ať už jde o poskytování úvěrů, nebo o blokování likvidity. To však by nemělo být hlavním problémem, neboť je to spíše záležitost techniky postupů centrální banky. Rozhodující však je, jak finanční deriváty působí na úvěrové vztahy partnerů finančního trhu k centrální bance, resp. zda změny v likviditě trhu vyvolané používáním derivátů si vynutí změny ve složení emisního „instrumentária“, a tedy i ve věcném zaměření emisní politiky. Lze to vyjádřit také otázkou, jak dalece jsou dosavadní metody a postupy adekvátní širokému okruhu finančních derivátů a zda deriváty neoslabují jejich účinnost.

Odpověď úzce souvisí s novou situací v úvěrové aktivitě obchodních bank v důsledku používání derivátů. Teoreticky lze vycházet z toho, že úvěrová nabídka bank je pozitivně ovlivňována možností utvářet riziko a obchodovat s ním odděleně od úvěru. K rozšíření úvěrové nabídky může pak dojít, jestliže banka přenesla taková rizika z určitého nabízeného úvěru, která by neunesla nebo která by nechtěla nést, na jiné účastníky trhu anebo jestliže na straně poptávky příjemci úvěrů převedou, resp. alokují formou derivátů úvěrové riziko u jiných, a tím z hlediska banky zlepší svou úvěrovost. U obligací vyvolávají úrokové výkyvy změny v jejich kurzech, takže i možnost zajistit se přes deriváty proti takovým úrokovým rizikům by měla — opět teoreticky — zvýšit ochotu bank poskytnout úvěr spojený s takovými obligacemi. V praxi se však určité úvěrové emisní postupy centrální banky často střetávají s krátkodobými a často nárazovými a dispozičními, resp. reakcemi silných partnerů finančního trhu (často v mezinárodních souvislostech), což narušuje stabilitu nebo programovaný vývoj peněžní politiky.

Dosavadní analýzy však naznačují, že *vstup finančních derivátů do nabídkové a poptávkové determinace úvěrů není tak relevantní, aby se dotýkal meritorně*

způsobů úvěrové emise. Hospodářská politika, resp. její úvěrově-peněžní agregace se ani použitím finančních derivátů nemůže „vyvléci“ z takového působení centrální banky, které je založeno na diskontní politice a na operacích s cennými papíry. Důchodové, a tedy v souvislosti s tím i majetkové efekty, které jsou vyvolávány modifikací individuálních rizikových pozic účastníků trhu, vedou k jinému rozdělení sklonů ke spotřebě a k investování, než jaké by vznikly bez využití derivátů, což pak působí i celkově na rozsah spotřeby i investic. To už však je záležitost výslovně empirická a zatím — aspoň pokud je mi známo — nejsou k dispozici takové informace o těchto posunech, z nichž by bylo možné usoudit na nutnost měnit *systém* dosavadních emisních postupů. Modifikace rizik, změny v úvěrové nabídce i poptávce, tedy celkové vztahy mezi obchodními bankami a ne-bankami, změny v rozsahu peněžní likvidity atd. — to vše jako důsledek derivátů — působí, resp. vyvolávají změny v *kvantifikaci* cílů peněžní politiky, tedy v rozsahu peněžní emise se zřetelem k řízení peněžní zásoby, nikoliv v systémové struktuře emisního mechanismu. Rozsah úvěrově-peněžní emise, a zejména její „dávkování“ budou zřejmě působit při širší existenci derivátů intenzivněji, resp. účinněji, protože zejména *úrokové impulzy z diskontní emisní politiky se přenášejí do úvěrových vztahů rychleji*. S tím bude zřejmě muset peněžní politika počítat.

Podobně bude při derivátech, které se vztahují k měnovým kurzům, působit účinněji, resp. intenzivněji kurzová politika na přelevání kapitálů mezi zeměmi, resp. mezi jednotlivými měnami; důsledky kurzových změn mohou být ale také tlumeny nasazením odpovídajících derivátů. Deriváty totiž zvyšují substituovatelnost mezi domácími a zahraničními investicemi. *Účinnost kurzové politiky ve spojení s úrokovou politikou centrální banky se zvyšuje právě spolupůsobením derivátů založených na kurzovém riziku ve spojení s deriváty založenými i na úrokovém riziku*. Dochází k výraznějším změnám poptávky po domácích a zahraničních produktech podle toho, jak kombinace úrokových a kurzových derivátů zdražuje nebo zlevňuje zahraniční investice, resp. vede k jiným změnám, než jaké by byly vyvolány kurzovou politikou při absenci derivátů. S tím musí počítat věcné zaměření kurzové politiky; na systém jejího provádění však nemá vznik kurzových derivátů relevantní vliv.

Finanční deriváty tedy podstatně mění strukturu velkých finančních trhů a dotýkají se *věcné* orientace úvěrové a kurzové politiky centrálních bank. Zatím však nevyvolávají potřebu měnit emisní nástroje *systémově*. I přesto centrální banky, zejména Německá spolková banka, studují emisní souvislosti derivátů a není vyloučeno, že tyto studie mohou přinést nové teoretické i praktické poznatky o emisně-derivátových souvislostech, které se dotknou peněžní politiky více, než se dosud předpokládá.

Je to vývoj nesporně zajímavý a v mnohém podnětný i pro Českou národní banku. Finanční trh u nás — i když počtem obchodovatelných aktiv nadprůměrný — je teprve v počátcích. Chybějí standardní akcie z kapitálových emisí, nadějně se však rozvíjí emise obligací. Neexistuje dosud domácí peněžní kapitál, který by hledal svou alokaci; jeho hlavním zdrojem jsou úspory domácností. A jen těžko se vytváří vlastní podnikový kapitál v takové míře, aby financoval nové investice nad rozsah prosté reprodukce. Přesto však byly vytvořeny základy a kapitálové obchody se stávají běžnou záležitostí. Těžištěm obchodů s cennými papíry jsou sice ještě obvyklé termínové obchody, ale začínají se už prosazovat některé derivátové prvky, především opce. Svědčí to o průlomu, který se podařilo ve srovnání se situací ještě před několika málo roky provést.

Vytváří se zejména širší prostor pro úrokovou a úvěrovou politiku České národní banky a v souvislosti s devizovou kapitálovou liberalizací se rozšíří prostor i pro aktivní kurzovou politiku. Lze tedy očekávat, že i u nás se oblast finančních

derivátů stane reálnou skutečností. Není proto zbytečné sledovat už dnes dění na vyspělých finančních trzích a seznamovat se i s tak novým problémem, jakým je vztah derivátů k emisní politice. Není to rozhodně problém vzdálené budoucnosti.

LITERATURA

- LABUDKOVÁ, J.: Jsou derivativy pro banky příliš riskantní? *Bankovníctví*, 1994, č. 3, ss. 9–18.
- MUSÍLEK, P.: Trendy na světových finančních trzích. *Bankovníctví*, 1994, č. 24, ss. 9–20.
- VENCOVSKÝ, F.: Evropské centrální banky modernizují metody peněžní emise. *Bankovníctví*, 1994, č. 17, ss. 4–5.
- ZAHRADNÍK, P.: Investiční možnosti individuálních investorů. *Finance a úvěr*, 1995, č. 1, ss. 13–15.
- Měsíční zprávy Německé spolkové banky, 1994, listopad, ss. 41–57.
- Roční zpráva Banky pro mezinárodní platby. Basilej, 1994, francouzská mutace, ss. 105–129.
- Zpráva Basilejského výboru pro bankovní dohled o sledování derivátových obchodů bank. *Bankovníctví*, 1995, č. 5, ss. 19–24

SUMMARY

Financial Derivatives and Monetary Policy

František VENCOVSKÝ, Department of Monetary Theory and Policy of the Prague School of Economics

The rapid growth of financial derivatives is beginning to far exceed the usual framework of commercial banking activity. It touches other related bank functions and also has an influence on exchange rate policy. From this perspective, the influence of derivatives in connection with credits is especially important for the money supply.

An opinion prevails that the use of financial derivatives can have only a long term monetary impact. Therefore, they are not so important in the short term. As far as the long term impacts are concerned, the possibilities of central banks to manage inflation are not touched by the broadening use of financial derivatives as banks control money in circulation as well as the minimum reserve requirements of commercial banks. However, the central banks must respond to the changes in the supply and demand for money which may be influenced by derivatives.

Present analysis also holds that the entrance of derivatives to the supply and demand determinants of credits will be reflected in the particular procedures of the central banks. But, these changes will be minor and will not change the whole system. The existence of derivatives indicates that central banks must take into account the increased importance of interest and exchange rates on the money supply.

The most serious problem from derivatives can arise in the area of banking supervision, especially for their control over the financial markets. Derivatives are often constructed in a complicated fashion and are often not transparent. Bank supervision should include, more often than has existed in the past, criteria on the construction and use of derivatives that will serve to meet the goals of monetary policy.