

Vydává Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy v Praze ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR ve vydavatelství **Economia, a. s., Praha**

© Fakulta sociálních věd UK Praha

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

Tel.: (02) 22 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171

Fax: (02) 22 25 04 62

Šéfredaktor: Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.

Výkonná

redaktorka: Mgr. Renata Nováková

Publishers: Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague, in Cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR in Publishing House Economia, Prague

© Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague

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

Editor in Chief: Zdeněk Tůma

OBSAH

Zpráva o inflaci – První zhodnocení inflačního vývoje Českou národní bankou 481

Rudolf OLŠOVSKÝ: Vývoj mezibankovního devizového trhu v ČR 504

Martin HLUŠEK: Termínové korunové obchody – empirická studie 513

František Vencovský a jeho celoživotní přínos pro českou ekonomii 523

Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní č. 11, 12/98 527

Uprostřed čísla:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the CR No 15

CONTENTS

Inflation Report of the ČNB 481

Rudolf OLŠOVSKÝ: Development of the Interbank Money Market in the CR 504

Martin HLUŠEK: Forward Crown Contracts – Empirical Study 513

František Vencovský and His Life-Time Contribution to the Czech Economics 523

Tax Judicial Decisions

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No 11, 12/98 527

In the middle of this issue:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the CR No 15

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

Ediční kruh: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Věra Kameníčková, CSc., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Karel Půlpán, CSc., Ing. Ondřej Schneider, MPhil., Ing. Miroslav Singer, PhD., Mgr. Kateřina Šmídková, Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc. (předseda), Doc. Ing. Miloslav Vošvrda, CSc.

Redakční rada: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Gabriel Eichler, Ing. Michaela Erbenová, PhD., Ing. Milena Horčicová, CSc., Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Prof. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Jonáš, Ing. Jan Klacek, CSc., Ing. Pavel Kysilka, CSc., Ing. Ivan Kočárník, CSc. (předseda), Ing. Jiří Kunert, Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Jan Mládek, CSc., Prof. Ing. Lubomír Mlčoch, CSc., Ing. Jiří Pospišil, Doc. Ing. Zbyněk Revenda, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Doc. Ing. František Turnovec, CSc., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Prof. Dr. František Vencovský, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Vývoj mezibankovního devizového trhu v ČR

Rudolf OLŠOVSKÝ*

Jednou ze základních systémových změn ekonomické reformy bylo zavedení tzv. vnitřní konvertibility koruny. Systém selektivního přidělování deviz na základě devizového plánu byl nahrazen volným přístupem všech ekonomických subjektů k devizám při daném kurzu. Současně bylo nezbytné vybudovat mezibankovní devizový trh, na němž by se realizovala nabídka a poptávka po devizách.

Formování mezibankovního devizového trhu v letech 1990–1991

Před rokem 1990 byly devizové operace realizovány především přes Československou obchodní banku, zbývající operace prováděla Státní banka československá a Živnostenská banka. Česká spořitelna prováděla operace pouze v korunách. Po rozdělení centrální banky na část emisní a komerční bylo nutné posílit a zmodernizovat dealingové pracoviště centrální banky a nově budovat devizové dealingy nově vzniklých komerčních bank.

Uvedené činnosti se realizovaly v roce 1990, kdy devizové hospodářství bylo ještě řízeno pomocí devizového plánu prostřednictvím systému devizových normativů, odvodů a dotací. Přibližně 50 % obrátu zahraničního obchodu se stále ještě realizovalo v nekonvertibilních měnách. Při vysoké poptávce po devizách a omezené nabídce existovalo několik úrovní měnového kurzu, včetně kurzu „černého trhu“. Jako zárodek devizového trhu lze uvést organizování devizových aukcí v roce 1990, kde výsledný kurz byl odvozen od nabídky a poptávky.

Současně byl připravován systém vnitřní směnitelnosti, který vstoupil v platnost 1. 1. 1991. Systém směnitelnosti byl realizován v rámci dalších reformních kroků, které umožnily jeho fungování. Samotná devalvace kurzu koruny při stanovení administrativní úrovně 28 Kčs = 1 USD by v daném okamžiku k vyrovnání poptávky a nabídky po devizách nestačila. Proto byla současně přijata další opatření k nastolení makroekonomické rovnováhy v jednotlivých segmentech ekonomiky, a to především:

- zajištění vyrovnanosti státního rozpočtu a liberalizace cen (mj. odbourání záporné daně z obrátu, resp. dotací na potraviny),
- zavedení úvěrových a úrokových limitů pro komerční banky,
- uplatnění limitů pro mzdový růst,
- zavedení omezení pro některé operace běžného účtu platební bilance (např. limity na nákup deviz obyvatelstvem pro účely cestovního ruchu),

* Ing. Rudolf Olšovský – náměstek ředitele měnového odboru ČNB

- zavedení omezení pro některé operace kapitálového účtu (vč. povinné konzultace platebních podmínek u hodnotově větších dovozů),
- zavedení dovozní přírážky ve výši 20 % pro vybrané komodity (hlavně spotřební zboží).

V roce 1990 byla v několika krocích provedena depreciace kurzu koruny na výchozí úroveň kurzu 28 Kčs = 1 USD. Systém vnitřní konvertibility byl uplatněn od ledna 1991 při prakticky nulových devizových rezervách centrální banky; ty byly vyčerpány kumulací dovozů a devizových plateb v závěru roku 1990. Ekonomická reforma byla připravována za asistence Mezinárodního měnového fondu, jež zahrnovala i rozsáhlou úvěrovou pomoc. První tranši úvěru začalo Československo čerpat v polovině ledna 1991. Podstatou fungování devizového trhu na začátku roku bylo garantování úrovně měnového kurzu a zachování devizové platební schopnosti bank, především pak ČSOB, jež v devizovém platebním styku dominovala. Denní monitorování devizových inkas a plateb bank bylo předáváno do centrální banky a deficit (přebytek) byl dokrýván (odkupován) centrální bankou v rámci stanovených limitů devizové pozice komerčních bank.

Formování obchodování na mezibankovním devizovém trhu v roce 1991 bylo rozloženo do tří etap. Od ledna 1991 byly zajištěny technické podmínky systému vnitřní konvertibility. To znamená, že ekonomické subjekty mohly prodávat a nakupovat devizy u komerčních bank ve stanoveném čase podle stanovených pravidel. Současně byla stanovena pravidla pro účast komerčních bank a centrální banky na mezibankovním devizovém trhu. Základním pravidlem devizové likvidity, které opravňovalo komerční banku k nákupu či prodeji deviz na trhu, bylo překročení limitů devizové pozice. Interval byl stanoven na 0,85 – 1,05 poměru mezi celkovými devizovými aktivy a devizovými pasivy komerční banky. Pokles pod dolní hranici opravňoval k nákupu deviz a překročení horního limitu opravňovalo k prodeji deviz. Udržení pozice v daném intervalu garantovala centrální banka jednotlivým bankám denně formou jednorázových prodejů a nákupů. Obchodování mezi centrální bankou a obchodními bankami se realizovalo v kurzu deviza střed $\pm 0,5\%$ a obchodní banky vůči klientům používaly tržní kurz v rozpětí $\pm 1\%$ od oficiálního kurzu střed.

Po zahájení obchodování byl patrný převis poptávky po devizách nad nabídkou a centrální banka obchodovala individuálně s jednotlivými bankami. Poptávka podniků a soukromých osob po devizách a dovozech byla značná, neboť panovala nedůvěra v udržení stability kurzu. Také zahraniční banky neobnovovaly splatná krátkodobá depozita u českých bank, což vedlo k odlivu kapitálu. Tato situace trvala do konce března 1991. Od dubna bylo patrné vyrovnání nabídky a poptávky po devizách a v květnu poprvé nákupy deviz centrální bankou převýšily prodeje. Prodeje deviz centrální bankou v dalším období především vůči ČSOB byly spojeny pouze s platbami za dovoz ropy. Pozitivním rysem v poslední čtvrtině roku a projevem získávání důvěry v nový systém se stalo vzájemné obchodování mezi obchodními bankami. Významnou skutečností pro rozvoj – spojenou s přílivem deviz na trh – bylo zřízení a zahájení činnosti nových, především zahraničních bank. Současně klesly požadavky na devizové prostředky centrální banky. Nabídka a poptávka po devizách začala být uspokojována na mezibankovním devizovém trhu z operací běžného a kapitálového účtu platební bilance.

Stabilizace mezibankovního devizového trhu přispěla k tomu, že kurz koruny na černém trhu se pohyboval v rozpětí od 1 do 5 % pod oficiálním kurzem s výjimkou prvního čtvrtletí v době vysoké poptávky po devizách.

Rozvoj mezibankovního devizového trhu v letech 1992–1997

Poznatky z fungování mezibankovního devizového trhu v roce 1991 a v první polovině roku 1992 byly promítnuty do změny pravidel činnosti mezibankovního devizového trhu. V září 1992 vstoupila v platnost změna pravidel, která s jistými modifikacemi fungovala až do roku 1997.

Nově platná pravidla pro mezibankovní devizový trh spočívala:

- ve zrušení pravidel devizové likvidity a jejich nahrazení limity otevřených devizových pozic, kdy celková otevřená devizová pozice (definovaná jako součet všech dlouhých nebo všech krátkých devizových pozic) by neměla překročit 30 % kapitálu příslušné banky;
- v zavedení systému denní fixace měnového kurzu koruny vůči volně směnitelným měnám. Základem pro stanovení kurzu byl pohyb měn zahrnutých v měnovém koši vůči USD. Měnový koš byl složen z pěti měn a od května 1993 ze dvou měn, což platilo až do května 1997;
- bylo stanoveno rozpětí pro pohyb kurzu $\pm 0,5$ % od tohoto základu. V tomto rozpětí se kurz mohl pohybovat s přihlédnutím k vývoji poptávky a nabídky po devizách a k záměrům měnové politiky centrální banky. V únoru 1996 bylo pásmo rozšířeno na $\pm 7,5$ %. Flukтуаční pásmo platilo až do května 1997, kdy byl zaveden systém řízeného floatingu kurzu koruny;
- obchodování mezi centrální bankou a obchodními bankami bylo zpočátku realizováno bez spreadu a bez poplatků, ale od dubna 1995 byl zaveden spread $\pm 0,25$ %;
- devizové obchody mezi bankami se realizují v tržním kurzu bez stanovení limitu;
- byl umožněn přístup právnických osob (nebank) na devizový fixing prostřednictvím bank;
- obchodování centrální banky vůči obchodním bankám je realizováno ve třech měnách USD, DEM a ECU při stanovení limitů pro obchodované částky.

Přítomnost centrální banky na denním obchodování na mezibankovním devizovém trhu byla pro fungování trhu a pro stanovení kurzu koruny určující, neboť denní kótace ostatních účastníků trhu se přizpůsobovaly kurzu ČNB. S cílem prohloubit tržní principy stanovení kurzu přijímala ČNB postupně opatření, která podporovala vzájemný obchod mezi jednotlivými účastníky trhu a zvyšovala účast jednotlivých účastníků trhu na formování úrovně kurzu. Od října 1995 přestala ČNB kótovat denní kurzy valut a ponechala kótace v pravomoci obchodních bank. V prosinci 1995 byla modifikována pravidla obchodování na fixingu. ČNB začala přijímat objednávky od obchodních bank pouze v USD a DEM. Došlo ke zvýšení minimálního objemu objednávky (3 mil. USD a 5 mil. DEM), k omezení počtu objednávek předkládaných denně obchodní bankou (maximálně jedna objednávka v každé měně) a k uzavírání obchodů systémem americké aukce, tj. uspokojené požadavky se vypořádají za navrženou cenu.

Skutečnost, že ČNB zavedla spread a nová pravidla obchodování s devizami mezi komerčními bankami, vedla ke zdražení obchodování a zvýšení nejistoty, neboť komerční banky dopředu nevěděly, zda bude jejich požadavek realizován.

Dalším impulzem pro rozvoj mezibankovního devizového trhu a zvýšení kurzotvorné úlohy trhu bylo přijetí nového devizového zákona koncem roku 1995 a rozšíření flukтуаčního pásma od února 1996 na $\pm 7,5$ %. V I. polo-

letí 1996 se výrazně snížila aktivita ČNB na mezibankovním devizovém trhu a od června 1996 do května 1997 ČNB trh svými operacemi neovlivňovala. Měnový kurz ČNB byl stanovován na úrovni dané poptávkou a nabídkou účastníků trhu. Od května 1996 se kurz ČNB stanovovaný v 11,30 hod. nelišil od tržního kurzu. Obchodování na fixingu a systém stanovení měnového kurzu koruny centrální bankou se realizovaly v několika krocích. Do 11.00 hod banky předkládaly své požadavky na nákup nebo prodej cizí měny. V 11.30 byly z Reuters převzaty informace o kurzech na světovém trhu a byl propočten kurz koruny vůči jednotlivým měnám. V 11.40 zveřejnila centrální banka svůj kurzovní lístek na Reuters, Telerate a Bloombergu se stanovením kurzu pro následující den.

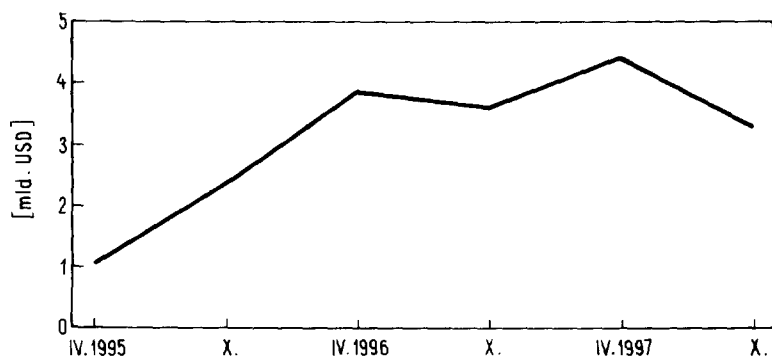
Liberalizace v devizové oblasti, především pak operací na kapitálovém účtu platební bilance, koncem roku 1995 vedla k rychlé integraci českého kapitálového a finančního trhu do světových trhů a k rozšíření operací s korunou mimo hranice České republiky (např. korunové euroemise). Kumulace neřešených makroekonomických problémů v české ekonomice, včetně rostoucí vnější nerovnováhy, spolu s měnovými otřesy v zemích jihovýchodní Asie vedla ke zvýšení tlaku na kurz české koruny v květnu 1997. Poptávka po devizách na českém mezibankovním devizovém trhu vyvrcholila v květnu 1997 a přes opakované devizové a úrokové intervence ČNB nebylo udržení kurzu koruny ve fluktuálním pásmu reálné. ČNB téměř po roce vstoupila na mezibankovní devizový trh a v období od 15. do 27. května 1997 intervenovala prodeji deviz na promptním i termínovém trhu ve výši 2,4 mld. USD. Bankovní rada ČNB rozhodla 26.5.1997 o zrušení 7,5 % fluktuálního pásma pro pohyb kurzu koruny a současně zrušila vazbu koruny na měnový koš (DEM 65 %, USD 35 %). Rozhodla o tom, že vztah koruny k německé marce bude považován za rozhodující faktor kurzové politiky. V tiskové zprávě ČNB bylo uvedeno, že se předpokládá stabilizace průměrného kurzu koruny v nejbližším období v rozmezí 17 až 19,50 Kč za 1 DEM. Systém řízeného floatingu umožňuje pružněji reagovat na poptávku a nabídku a najít novou rovnovážnou úroveň kurzu. ČNB si systémem řízeného floatingu ponechala možnost intervence v případě přílišné volatility nebo neracionálního vývoje kurzu koruny.

Operace ČNB v květnu 1997 se realizovaly mimo systém devizového fixingu formou devizových intervencí na promptním a termínovém trhu. Bankovní rada 26.6. 1997 zrušila obchodování v rámci devizového fixingu, které se již v praxi nepoužívalo. Operace ČNB na mezibankovním devizovém trhu se nadále v případě potřeby realizují pomocí intervencí. Systém a způsob zveřejňování kurzů devizového trhu se nezměnil, oficiální kurzy ČNB kopírují tržní kurzy platné v 11,30 hod.

Vývoj obratu devizového trhu, účastníci trhu, algoritmus stanovení kurzu

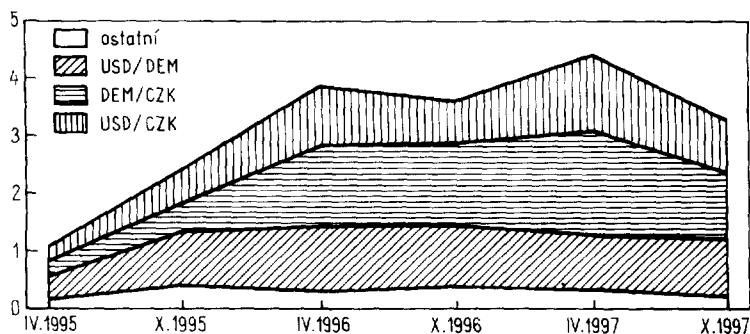
O dynamice rozvoje mezibankovního devizového trhu svědčí vývoj obratu obchodování v jednotlivých letech. Obrat mezibankovního devizového trhu se v roce 1991 pohyboval v částkách několika milionů dolarů, resp. desítek milionů dolarů denně. Objem obratu denních operací se v letech 1992 – 1994 zvyšoval od řádů desítek na stovky milionů dolarů. Od dubna 1995 provádí ČNB dvakrát ročně šetření (duben, říjen) o výši obratu podle druhu měn,

GRAF 1 Rozvoj obchodování na mezibankovním devizovém trhu – průměrný denní obrat



poznámka: Autorkou všech grafů je ing. Jana Jiráská.

GRAF 2 Rozdělení obratu na českém devizovém trhu podle dvojic měn



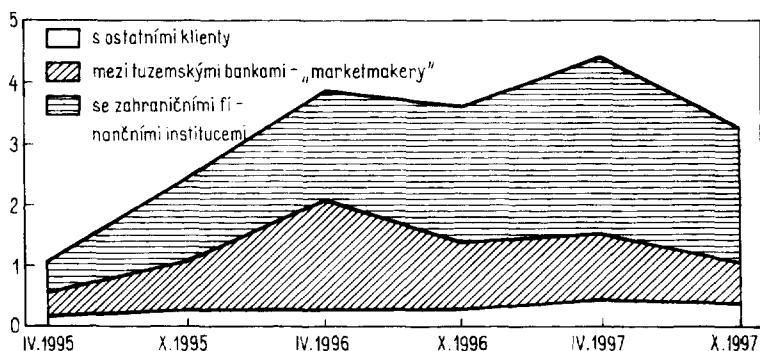
poznámka: průměr denního obratu v ekvivalentu mld. USD

podle charakteru protistrany a podle typu instrumentu. Z vývoje je patrné, že na začátku roku 1995 se denní obrat zvyšoval k řádu 1 mld. USD a dále se posunoval až k současné hranici 3,5 – 4 mld. USD denně.

Největší objemy operací jsou realizovány vzájemnou kombinací měn CZK, DEM a USD, což tvoří řádově 90 % obratu mezibankovního devizového trhu – viz graf 1 a 2.

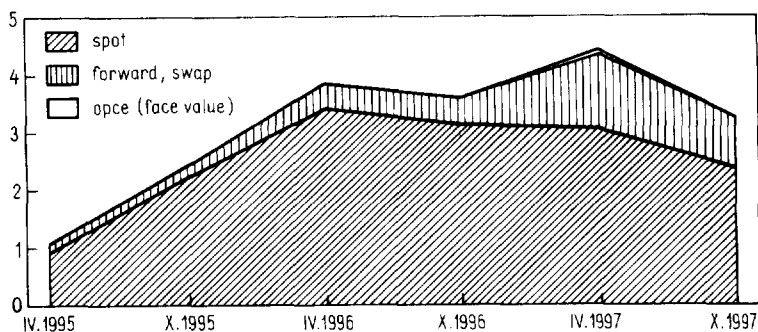
Vzhledem k postupné integraci mezibankovního devizového trhu do světového trhu je patrné zvyšování podílu zahraničních institucí na obratu českého trhu. Formování kurzu české koruny je stále více ovlivňováno poptávkou a nabídkou realizovanou zahraničními subjekty. Operace uskutečněné se zahraničními finančními institucemi jsou v současné době při realizování obchodů dominantní. Proto se vývoj na trzích jihovýchodní Asie v roce 1997 spolu s ohodnocením tendencí základních makroekonomických ukazatelů české ekonomiky promítl (v květnu a částečně i v listopadu) v de-

GRAF 3 Rozdělení obrátu na českém devizovém trhu podle charakteru protistrany



poznámka: průměr denního obrátu v ekvivalentu mld. USD

GRAF 4 Rozdělení obrátu na českém devizovém trhu podle typu instrumentu



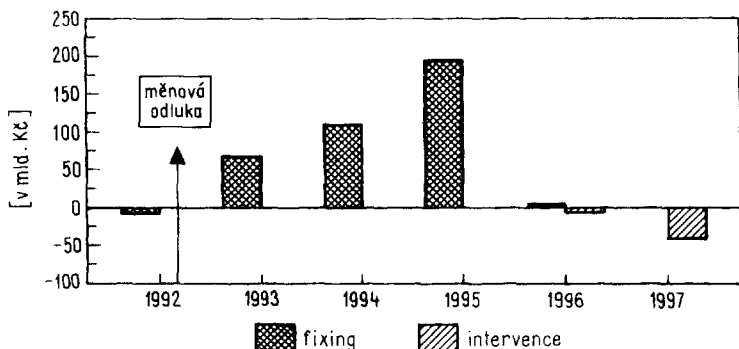
poznámka: průměr denního obrátu v ekvivalentu mld. USD

preciačním tlaku na kurz koruny primárně vyvolaným odklonem zahraničních investorů od korunových investic – viz graf 3. Pro depreciační tlaky na kurz ve IV. čtvrtletí 1997 byla rozhodující nestabilita politické situace, která převážila pozitivní změny trendů některých makroekonomických veličin.

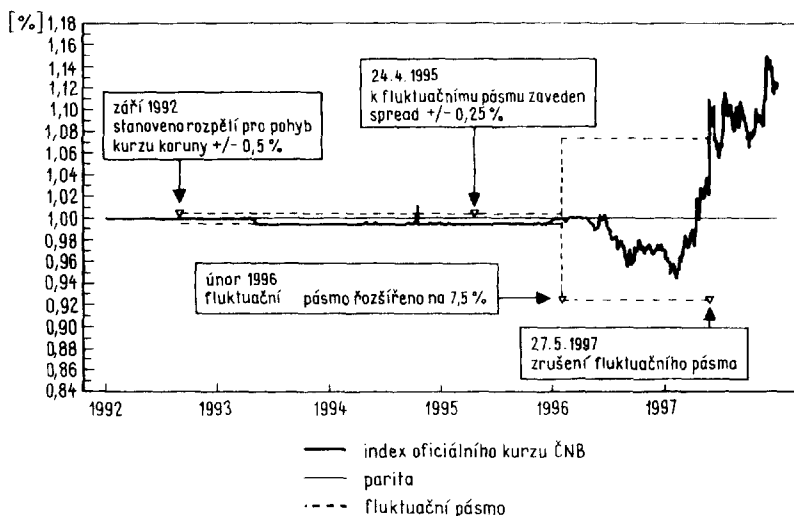
Při realizaci obchodu, a tím i pro stanovení úrovně kurzu koruny na českém devizovém trhu je rozhodující spotový trh. Postupně však narůstají operace realizované na termín (forward, termínové swapy, opční operace). Uzavírání termínových operací a růst jejich objemu odráží očekávání investorů co do vývoje kurzu koruny a přispívá tak ve stále vyšší míře k formování kurzu na spotovém trhu – viz graf 4 a 5.

Politika ČNB v oblasti měnové a kurzové se promítala do způsobu vstupování centrální banky na mezibankovní devizový trh. V období stabilního měnového kurzu při silném přílivu kapitálu ČNB nakupovala devizy a navyšovala své devizové rezervy. Po rozšíření flukтуаčního pásma a zavedení

GRAF 5 Vývoj salda obchodů ČNB na fixingu a intervence ČNB mimo fixing



GRAF 6 Proces rozvolňování kurzu koruny od fixního k řízenému floatingu



systému řízeného floatingu se aktivita centrální banky na devizovém trhu snížila. Po zrušení systému devizového fixingu realizuje centrální banka intervence na kurz především k zabránění excesivnímu vývoji kurzu při výjimečných událostech (turbulence kurzu koruny v reakci na vývoj politické situace v listopadu a prosinci 97, vliv měnové krize v jihovýchodní Asii na českou korunu apod.) – viz graf 6.

Centrální banka vydává kurzovní lístek pro následující den, ve kterém stanovuje úroveň měnového kurzu. Na začátku reformy kurzovní lístek obsahoval kurz valut i deviz nákup, prodej a střed. Postupně byl kurzovní lístek redukován v návaznosti na rozšiřování kurzotvorné úlohy účastníků trhu nejprve s valutami a potom s devizami. Od roku 1996 vydává centrální banka kurzovní lístek pouze s údaji deviza střed. Kurzovní lístek centrální

banky má signální charakter pro účastníky trhu, odráží pohled centrální banky na úroveň kurzu a slouží pro statistické účely.

Algoritmus stanovení měnových kurzů koruny Českou národní bankou byl založen na odvození kurzu české koruny vůči americkému dolaru podle vzorce :

$$\text{CZK/USD} = \frac{k}{0,012305 + \frac{0,036121}{\text{DEM/USD}}}$$

Kurz marky vůči dolaru byl převzat v 11,30 místního času od agentury Reuters. Koeficient k byl v době úzkého pásma stanoven v rozmezí 0,995 do 1,005 a ČNB tak uplatňovala prostřednictvím stanovení koeficientu svoji kurzovou politiku mírně apreciovat nebo depreciovat měnu ve velmi úzkém pásmu. Koeficient v úzkém pásmu platil do února 1996, kdy bylo rozšířeno flukтуаční pásmo koruny. Od května 1997, tj. po zavedení řízeného floatingu a zrušení dosavadního měnového koše, jsou kurzy české měny vůči zahraničním měnám odvozovány následujícím způsobem: v 11.30 hod je převzat kurz DEM/CZK uvedený agenturou Reuters a zafixován; ve stejný okamžik jsou převzaty kurzy USD/DEM, FFR/DEM atd. a propočteny kurzy koruny vůči ostatním měnám uvedeným v kurzovním lístku České národní banky.

* * *

Rozvoj mezibankovního devizového trhu prošel několika etapami. Působení obchodních bank a zahraničních subjektů na tomto trhu nabývalo na intenzitě s postupným zvyšováním kvantitativních i kvalitativních parametrů trhu. Vedle růstu objemu obchodování se postupně rozšiřovalo spektrum využívaných instrumentů. Postupně se měnila i úloha centrální banky na tomto trhu. Reflektování vývoje mezibankovního devizového trhu a záměry měnové politiky se promítaly v politice centrální banky na fixingu a intervencemi mimo fixing a především ve volbě kurzového režimu. Postupně se úloha České národní banky na mezibankovním devizovém trhu posouvá do polohy, která je pro centrální banky v tržních ekonomikách standardní, a to jak v používaném instrumentariu, tak při snižování úlohy centrální banky jako „market maker“ a při zvyšování úlohy ostatních účastníků trhu při formování kurzu.

LITERATURA

Zprávy SBČS a ČNB o platební bilanci v letech 1990 – 1997

Výroční zprávy SBČS a ČNB v letech 1990 – 1997

Development of the Interbank Money Market in the CR

Rudolf OLŠOVSKÝ – Deputy Head of the Monetary Department, ČNB

Establishing the internal convertibility of the crown was an important step in the transformation process. The creation of the interbank money market after 1990 was one of the preconditions for the feasibility of that step. The article focuses on the development of the interbank money market between 1990–1997, and presents procedures used at each stage of the process. Changes in the central bank's role on the market and the way that the central bank sets the exchange rate are also described. Basic features of the market, such as volume of operations, participants, kind of operations, and range of volume of operations realized by the central bank on the interbank money market, are set forth in graphs.