

Vydává federální ministerstvo financí ve spolupráci se Státní bankou československou ve vydavatelství *Economia*, a. s. Praha

© federální ministerstvo financí

Adresa redakce: Vinohradská 49,  
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo 2110, linka 361

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Federal Ministry of Finance in Cooperation with Czechoslovak State Bank in Publishing House *Economia*, Prague

© Federal Ministry of Finance

Editor's Office: Vinohradská 49,  
120 74 Prague 2, CSFR

Editor in Chief: Ivan Kočárník

## OBSAH

Josef BUDÍK: Sekundární trh cenných papírů . . . . . 201

Martin MANDEL: Devalvace devizového kurzu a inflace . . . . . 206

Kateřina ŠANTRŮČKOVÁ: Příjmy, výdaje a úspory obyvatelstva v roce 1991 . . . . . 215

Zdeněk VESELÝ: Specifika tvorby zisku státních podniků v závěru roku 1991 . . . . . 222

František DUCHEČEK: Některé otázky řízení oběžného majetku podniků v tržní ekonomice . . . . . 226

Jozef OLŠOVSKÝ: K problematice stimulování podnikatelských aktivit . . . . . 241

### Finance a úvěr v zahraničí

Jiří BÖHM: Měnová politika Japonské centrální banky . . . . . 245

Anna SZULÉNYIOVÁ: Finanční podpory na prevenci a kontrolu znečišťování životního prostředí v krajinách OECD . . . . . 249

Informace pro čtenáře . . . . . 256

### Uprostřed čísla:

Frederic S. MISHKIN: **Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů** (na pokračování — 21. část) ss. O-637 — S(A → Č)-644

Všechny bibliografické údaje včetně údajů o autorských právech jsou uvedeny u prvního pokračování v č. 1/91 tohoto časopisu.

Publikováno po dohodě s College, sekci vyd. HarperCollins Publishers.

## CONTENTS

Josef BUDÍK: Secondary Security Market . . . . . 201

Martin MANDEL: Exchange Rate Devaluation and Inflation . . . . . 206

Kateřina ŠANTRŮČKOVÁ: Receipts, Outlays and Savings of Households in 1991 . . . . . 215

Zdeněk VESELÝ: Peculiarities of Profit Performance of State Enterprises in Late 1991 . . . . . 222

František DUCHEČEK: Some Questions of Managing Firm's Current Assets in a Market Economy . . . . . 226

Jozef OLŠOVSKÝ: Toward the Issue of Stimulation of Entrepreneurial Activities . . . . . 241

### Finance and Credit Abroad

Jiří BÖHM: Monetary Policy of Bank of Japan . . . . . 245

Anna SZULÉNYIOVÁ: Financial Assistance Systems for Pollution Prevention and Control in OECD Countries . . . . . 249

### In the middle of this issue:

Frederic S. MISHKIN: **Economics of Money, Banking, and Financial Markets** (To Be Continued — Part XXI) pp. O-637—S(A → Č)-644

You can find all bibliographical data including particulars on copyright in part I of this series in No. 1/91 of this journal.

Published by arrangement with College, a division of HarperCollins Publishers.

Redakční rada: ing. Aleš Bulíř, CSc., ing. Belo Bosák, CSc., Ing. Jozef Dančo, CSc., ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., ing. Miroslav Kerouš, ing. Jaroslav Klapal, ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. Antonín Kotulán, CSc., ing. Vratislav Kulhánek, ing. Ivan Mikloš, Vladimír Rudlovčák, CSc., ing. Miroslav Purkyně, dr. ing. Dušan Tríska, CSc., prof. ing. Miroslav Tuček, CSc., ing. Peter Vajda, CSc., ing. Anton Vavro, CSc., doc. ing. Karol Vlachynský, CSc., ing. Jaromír Zahradník

DT: 336.76, 336.763 (437)

## Sekundární trh cenných papírů

Josef BUDÍK\*

V dubnu 1991 uzavřely přední české a slovenské banky smlouvu o spolupráci k zabezpečení prozatímního sekundárního trhu cenných papírů. Rok je vhodná doba k pokusu o vyhodnocení výsledků práce a k diskusi o další strategii rozvoje trhu s cennými papíry v ČSFR.

### Charakteristika prozatímního sekundárního trhu cenných papírů

V letech 1990 a 1991 bylo vydáno více než 250 emisí podnikových obligací. Z nich bylo asi 100 deklarováno jako obchodovatelné. Jen se čtyřmi emisemi cenných papírů se však obchoduje na prozatímním sekundárním trhu. Jsou to státní rehabilitační dluhopisy, obligace Komerční banky, obligace Všeobecné úvěrové banky a obligace TOS Kuřim. Podmínkou pro jejich přijetí k obchodování bylo, aby emitenti zveřejnili podrobné informace o své ekonomické situaci v tisku. Tak se každý z investorů, tedy zájemců o koupi obligací, dověděl základní údaje o výrobním programu, obchodních záměrech, vedoucích pracovnících, roční bilanci a další. Údaje vztahující se k emisím obligací jsou shrnuty v *tabulce č. 1*.

K údajům v *tabulce č. 1* je vhodné poznamenat, že úroky obligací VÚB se v jednotlivých letech zvyšují. První rok po emisi činily 21,2 %, následující roky 21,4 %, 21,6 %, pak 21,8 % a 22 % budou činit v posledním roce. Pokud jde o obligace TOS Kuřim, tam emitent vyhlásil, že k základnímu úroku 18 % se může vyplácet dalších až 6 % úroku podle výsledku hospodaření. U státních rehabilitačních dluhopisů se majitelům ročně vyplácí úrok 5 % plus jedna desetina splátky nominální hodnoty. Jejich výnosy (na rozdíl od ostatních obligací) jsou nezdaněny.

\* Ing. Josef Budík, CSc., pracovník SBČS — federální ústředí  
Příspěvek redakce obdržela 24. 3. 1992.

Tabulka č. 1 Přehled základních údajů o emisích

emitent	objem emise	úroková sazba [%]	nominální hodnoty [tis. Kčs]	splatnost
Všeobecná úvěrová banka	509 585 tis. Kčs	21,4	5 20 100	1. 11. 1995
Komerční banka	1 mld. Kčs	23	1 5 10 50 100	1. 7. 1995
TOS Kuřim	50 000 tis. Kčs	18	1 5 10	31. 12. 1995
státní rehabilitační dluhopisy	postupné vydávání — asi 630 mil. Kčs	5	1 5 10 20	30. 10. 2000

## Metody obchodování

Zájemci o nákup nebo prodej na prozatímním sekundárním trhu (PST) uzavírají dohodu s některou z obchodních bank o zprostředkování obchodu. Musí to být ta z bank, která má podepsanou smlouvu o spolupráci k zabezpečení PST. Ve smlouvě se banky zavázaly, že všechny obchody budou uzavírat jen prostřednictvím PST. Cílem této úmluvy je zvýšit objemy obchodů a likviditu trhu. Stejný účel má i pravidlo, že „aukce“ se uskutečňuje jednou za čtrnáct dní. Na PST přicházejí sumarizované požadavky z centrálních obchodních bank-účastníků trhu. Součástí požadavků jsou údaje o tom, s jakým počtem jednotlivých nominálních hodnot chce účastník trhu obchodovat a jaké podmínky mu klient zadal jako cenový požadavek. Konkrétní cenové požadavky (v Kčs) se nesmějí lišit o více než  $\pm 10\%$  od tržní ceny minulého obchodování (aukce). Jako cenový požadavek může být zadána i podmínka „co nejméně výhodněji“. Takové obchody se uzavírají za tržní cenu.

Stanovení tržní ceny se provádí a její objektivita se zajišťuje podle schváleného algoritmu tak, aby byl maximalizován obrát. Postup zjednodušeně ukazuje *tabulka č. 2*.

Algoritmus je založen na úvaze, že prodávající, který požaduje 900 Kčs, prodá stejnou obligaci i za 950 Kčs nebo za 1 050 Kčs. Jde o situaci, kdy tržní cena je výhodnější než původní požadavek klienta. Kdo chce prodat co nejméně výhodněji, souhlasí předem s tím, že jeho požadavek bude zobchodován za tržní cenu. Opačně působí použitý algoritmus na straně nákupu. Kdo chce koupit za 1 150 Kčs, koupí i za 1 050 Kčs. To je pro něj výhodnější. O příkazy s podmínkou „co nejméně výhodněji“ se rozšiřují objemy obchodů v kterékoli výsledné tržní ceně.

Je zřejmé, že požadavky na obchodování, které jsou mimo silně orámovanou část tabulky č. 2, nelze realizovat. Nelze však realizovat ani část obchodů uvnitř

Tabulka č. 2 Metoda stanovení tržní ceny

cenový požadavek	objem nákupů	objem prodejů	kumulované objemy	
			nákup	prodej
co nejvýhodněji	20	—	20	—
1 150	30	10	50	120
1 100	0	0	50	110
1 050 <sup>a</sup>	50	40	100 <sup>a</sup>	110 <sup>a</sup>
1 000	10	0	110	70
980	10	20	120	70
965	10	10	130	50
co nejvýhodněji	—	40	—	40

<sup>a</sup> tržní cena při obratu 100

silně orámované části. Je to důsledek různých nominálních hodnot na straně nákupu a prodeje — hodnot nespárovatelných. Párování je další část algoritmu; v jejím rámci se provádí porovnání nákupních a prodejních příkazů podle nominálních hodnot. Cílem párování je uvést do souladu nákupní a prodejní příkazy jak z hlediska jejich celkového objemu, tak z hlediska struktury nominálních hodnot. Základním kritériem propočtu je přiřazení (párování) nákupních a prodejních příkazů ve stejné nominální hodnotě.

Pro zlepšení poměrů realizovaných a nerealizovaných obchodů se organizuje ještě druhé kolo každé aukce. V něm mohou banky-účastníci trhu uplatňovat požadavky na další nákupy a prodeje. Avšak jen na nespárované obligace a jen v tržní ceně.

### Zpracování výsledků obchodování

Další algoritmy zajišťují rozdělení (distribuci) sumarizovaného výsledku spárování na jednotlivé účastníky trhu při dodržení kritéria ceny. To znamená, že u nákupu má přednost vyšší cenová podmínka a u prodeje nižší. Distribuce výsledků párování má opět stanovená pravidla tak, aby účastníci trhu byli uspokojeni proporcionálně k objemu svých požadavků na obchodování. Současně je algoritmus navržen tak, aby distribucí byl maximalizován objem nákupů a prodejů uvnitř jednoho účastníka trhu. Důsledkem je minimalizace objemů finančních úhrad mezi bankami a minimální požadavky na převozy cenných papírů.

### Zveřejňování informací o výsledcích obchodování

Po distribuci výsledků obchodů na jednotlivé účastníky trhu se vypracovávají výstupní tabulky. Pro každého účastníka trhu je zpracována tabulka charakterizující prodej, nákup a vztah účastníka trhu k vyrovnávacímu účtu PST. Je také

zpracován kursovní lístek a zveřejněn především v Hospodářských novinách a stručněji v síti REUTERS. Kursovní lístek uvádí číslo emise, emitenta cenného papíru, úrokovou sazbu, naběhlý úrok, termín splatnosti, tržní cenu, objem obchodů a výnos ke dni splatnosti. Tržní cena je uváděna v procentech z nominální hodnoty a výpočet výnosu ke dni splatnosti vyžaduje širší komentář.

Pojem „výnos do doby splatnosti“ charakterizuje, jaké roční výnosy bude mít investor za předpokladu, že reinvestuje úrokový výnos za stejných úrokových podmínek, jaké měla původní investice. Pro algoritmus výpočtu je podstatné, že výsledek je závislý na tržní ceně, příjmech z držby dluhopisu, alikvótním úrokovém výnosu apod. Investoři se mohou udělat rámcovou představu o výši výnosu odhadem ve dvou krocích. V prvním kroku investor vypočítá, jaký výnos v procentech z *tržní ceny* (nikoliv z nominální hodnoty) získá při proplacení každého kupónu. Ve druhém kroku pak ještě odečte (nebo přičte) poměrnou roční část rozdílu mezi tržní cenou a nominální hodnotou v době jejího splacení.

Přehled výsledků obchodování na PST od jeho zahájení ukazuje *tabulka č. 3*.

Objemově nejde o příliš velké obchody, největší obrat přesáhl jen o málo 5 mil. Kčs. Význam tohoto trhu však spočívá především v tom, že motivuje k dalšímu rozvoji, že umožňuje investorům obchodovat s cennými papíry a že vytváří jejich tržní cenu, která odráží situaci ve vývoji nabídky a poptávky. Tuto situaci do svědčuje odlišný vývoj tržní ceny jednotlivých dluhopisů od jejich nominální hodnoty. Zatímco obligace bank jsou obchodovány většinou za tržní cenu nad úroveň nominální ceny, u státních dluhopisů je tomu naopak. Snížení tržní ceny však prakticky pouze eliminuje nízkou úrokovou sazbu státních dluhopisů.

Tabulka č. 3 Přehled cen obligací

v %

datum obchodování	CS0003700014-VUB úroková sazba 21 % 1. 11. 95 – ročně		CS0003700022-KB úroková sazba 23 % 1. 7. 95 – pololetně		CS0003500058-TOS úroková sazba 18 % 31 12. 95 – ročně		CS0001000011-REHAB. úroková sazba 5 % 30. 10. 2000 – ročně	
	cena	výnos	cena	výnos	cena	výnos	cena	výnos
24. 7. 91	-----	-----	100,0	23,00	-----	-----	-----	-----
7. 8. 91	100,0	-----	100,0	23,00	-----	-----	-----	-----
20. 8. 91	100,0	21,2	100,0	23,00	-----	-----	-----	-----
4. 9. 91	-----	-----	100,0	22,35	-----	-----	-----	-----
18. 9. 91	-----	-----	105,0	20,97	-----	-----	-----	-----
2. 10. 91	100,5	21,38	110,0	19,39	-----	-----	-----	-----
16. 10. 91	105,0	19,72	121,0	15,93	105,0	16,23	-----	-----
31. 10. 91	106,1	19,33	133,0	11,65	-----	-----	-----	-----
13. 11. 91	110,5	17,74	120,0	15,57	-----	-----	-----	-----
27. 11. 91	111,0	17,52	118,0	16,18	-----	-----	64,4	17,13
11. 12. 91	109,5	17,99	110,0	18,99	-----	-----	64,4	17,22
8. 1. 92	110,0	17,74	120,0	15,38	-----	-----	64,4	17,45
21. 1. 92	112,0	17,01	120,0	15,31	-----	-----	64,0	17,54
4. 2. 92	-----	-----	120,0	15,22	-----	-----	64,4	17,63
18. 2. 92	112,0	16,94	120,0	15,15	-----	-----	64,4	17,73
4. 3. 92	-----	-----	120,0	15,10	-----	-----	64,4	17,91
18. 3. 92	112,0	16,87	121,0	14,68	-----	-----	64,4	18,01

Dosavadní průběh obchodování ukázal funkčnost tohoto systému, který zatím nahrazuje burzu do doby zahájení její činnosti. Prozatímní trh zároveň umožňuje v praxi ověřit některé otázky důležité pro budoucí fungování kapitálového tr-

hu a burzy. Jde např. o způsob stanovení kursu cenných papírů, způsob zúčtování a provádění plateb uzavřených obchodů, o získání zkušenosti s oběhem cenných papírů jako základu pro případné zavádění centrálního deponitáře, případně pro dematerializaci cenných papírů.

## Burza cenných papírů

Dosavadní práce na přípravě *založení burzy cenných papírů* se soustřeďovaly především do výběru a výchovy odborníků a do přípravy projektu burzy. Vzdělávání budoucích burzovních specialistů probíhalo nejprve formou kursů u nás s přednáškami domácích i zahraničních lektorů. V současné době jsou absolventi kursů vysíláni na stáže do zahraničí na jednotlivé burzy. Tato etapa byla nezbytná k tomu, aby se zde vytvořil okruh lidí, kteří mohou připravovat burzu na profesionální úrovni.

V průběhu loňského roku došlo i k prohloubení kontaktů představitelů budoucí burzy cenných papírů v Praze a Bratislavě. Obě burzy se dohodly na vzájemné koordinaci prací souvisejících se založením těchto burz. Zejména se dohodly na tom, že burzovní systémy obou burz budou vytvářeny tak, aby byly vzájemně kompatibilní. Stejně postupy jsou dohodnuty i při vytváření pravidel a podmínek pro připuštění cenných papírů k burzovním obchodům a ostatních pravidel regulujících fungování burzy a burzovních obchodů. Jde o to, aby kritéria pro přístup na burzovní trh byla na obou stranách stejná a aby se vytvářely vzájemně kompatibilní systémy s možností jejich budoucího propojení.

V současné době obě burzy připravují především obchodní a informační systém. Na základě toho bude vybrán nejvhodnější hardware a software zajišťující burzovní operace. Práce jsou směřovány tak, aby burzy mohly zahájit svoji činnost hned po ukončení první vlny privatizace.

## Perspektivy rozvoje kapitálového trhu

Kapitálový trh není však jen prozatímní sekundární trh a budování burzy. Je potřebné klást důraz na to, aby se rozvíjely i další subjekty kapitálového trhu koordinovaně nejen v rámci státu, ale i v kontextu se zásadami doporučenými pro státy Evropských společenství. Podle zásad této koncepce již připravily burzy své projekty. Předpokládají propojení nejen s bankami, ale i s dalšími společnostmi, které mají povolení pro obchodování s cennými papíry. Především pro nově vznikající společnosti by měly být organizovány další vzdělávací akce a stáže v zahraničí zaměřené na získání potřebných dovedností.

Mělo by být založeno „Středisko cenných papírů“, tedy společnost, která bude evidovat a spravovat cenné papíry vydané v dematerializované formě a uspořádat obchody s nimi. Založení a provoz Střediska urychlí transakce na kapitálovém trhu, i když — především zpočátku — je poněkud prodraží. Především však nebude nutný tisk cenných papírů a následně dodatečná nákladná dematerializace. Na druhé straně dematerializace kapitálového trhu hned na začátku jeho rozvoje bude vyžadovat převzetí obrovského kvanta zahraničních zkušeností. A nejen to; bude vyžadovat i propagaci mezi akcionáři. Dílčí průzkumy veřejného mínění totiž signalizují, že řada lidí by měla raději cenný papír doma i za cenu, že by ho musela chránit proti zneužití a zničení.

Další skupinou aktivit — před rokem prakticky neznámou — je kolektivní investování. V rámci kupónové privatizace vzniklo téměř čtyři sta privatizačních investičních fondů. V kupónové privatizaci sehrávají klíčovou roli tím, že méně

informovaným občanům nebo těm, kteří chtějí promyšleně rozložit rizika spojená s investováním, nabídnou specifické služby. Většina fondů však má poměrně malé zkušenosti s praktickým prováděním investiční činnosti. Proto by podpora zahraničních expertů jednotlivým fondům i jejich nově založené asociaci byla účelná již v nejbližší budoucnosti.

Prozatímní sekundární trh cenných papírů, budování burz, záměry vybudovat i další společnosti, které budou podporovat obchody na kapitálovém trhu, to vše musí přispívat k hlavnímu cíli: vybudovat co nejrychleji kapitálový trh, ke kterému budou mít tuzemští i zahraniční investoři důvěru.

## SUMMARY

### Secondary Security Market

This article describes the provisional secondary market in Prague. The final part deals with the stock-exchange arrangement in CSFR and with the perspectives of the capital market development.

DT: 336.748.12: 336.748.22 (100.2)

## Devalvace devizového kursu a inflace

Martin MANDEL\*

Politika devalvace devizového kursu, která je obvykle prováděna za účelem podpory konkurenceschopnosti domácího exportu na světových trzích, vždy měla a bude mít celou řadu svých odpůrců. Obavy jsou zejména z možnosti rozpoutání inflačních procesů uvnitř ekonomiky jako výsledku zdražení importních vstupů v domácí měně. Spolu s tímto problémem vyvstává i celá řada dalších otázek, které si zákonitě klade každý ekonom. Může devalvace způsobit i jiné tlaky na růst cen než přes zdražení importních vstupů? Jak by měla reagovat hospodářská politika na vzniklý růst cen v důsledku devalvace?

Cílem tohoto článku je pokusit se dát alespoň částečnou odpověď na tyto základní otázky. K analýze jednotlivých typů inflačních procesů vyplývajících z devalvace devizového kursu bude využit model agregátní nabídky a agregátní poptávky (model AN-AP). Inflaci v této práci budeme chápat jako růst cen, který může být způsoben změnami na straně agregátní poptávky nebo na straně agregátní nabídky.

---

\* Ing. Martin Mandel, pracovník katedry měnové teorie a politiky VŠE Praha

Příspěvek redakce obdržela 9. 3. 1992.