

Vydává Univerzita Karlova v Praze, Fakulta sociálních věd ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR prostřednictvím A.L.L. production, s.r.o., Praha

© UK Praha, Fakulta sociálních věd

Published by Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences, in cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR, through the A.L.L. production, Ltd., Prague  
© Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences

Časopis je dokumentován v Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) a v elektronické verzi indexu EconLit (<http://www.econlit.org/>).

The journal is monitored by the Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) and the electronic EconLit index (<http://www.econlit.org/>).

## OBSAH

Michal MEJSTRÍK: Makroekonomické a finanční aspekty rozvoje eurozóny .....	310
Petr PROCHÁZKA: K postupu integrace českého bankovníctví do jednotného trhu EU .....	326
František TURNOVEC: Rozhodování o nadměrných rozpočtových deficitech v EMU .....	348
Martin CINCIBUCH – David VÁVRA: Na cestě k EMU: Potřebujeme flexibilní měnový kurz? .....	361
Informace pro čtenáře .....	384

## CONTENTS

Michal MEJSTRÍK: Macroeconomic and Financial Aspects of Euro-Area Development .....	310
Petr PROCHÁZKA: The Integration of Czech Banking into the European Single Market .....	326
František TURNOVEC: Decision Making on Excessive Deficits in the EMU .....	348
Martin CINCIBUCH – David VÁVRA: Road to EMU: Do We Need a Flexible Exchange Rate? .....	361

Toto číslo předáno do sazby: 3. 5. 2000

Souhlas k tisku: 2. 6. 2000

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

*Redakce prosí autory, aby při předávání příspěvků uváděli celé své jméno, adresu domů i na pracoviště, telefonní, faxové a e-mailové spojení. K příspěvku je nezbytné přiložit anglické resumé (o rozsahu maximálně 150 slov). Příspěvek by neměl přesáhnout 25 normovaných rukopisných stran, a to včetně grafů a tabulek. Pro elektronickou podobu prosíme použijte program Word (až do verze 97).*

*Redakce předpokládá, že příspěvek nabízený k publikaci v tomto časopise je **originální**, tedy že dosud nebyl nabídnut a bez souhlasu redakce ani nebude nabídnut k publikaci jiné redakci nebo jinému vydavateli. Pokud tomu tak není, prosíme o písemné sdělení této skutečnosti.*

# Makroekonomické a finanční aspekty rozvoje eurozóny

Michal MEJSTŘÍK \*

Vzhledem k tomu, že Evropská měnová unie má za sebou již více než rok existence,<sup>1</sup> rozhodli jsme se věnovat další monotematické číslo časopisu *Finance a úvěr* ekonomickým a finančním aspektům vývoje této tzv. „eurozóny“. Že jde o téma aktuální a zajímavé, nám dokázala i skutečnost, že jedno číslo časopisu nám na otištění všech připravených článků nestačí. V tomto čísle proto najdete první čtyři články a dva doplňující vyjdou v letním dvojčísle 7/8. Věříme, že je lepší zajímavé a kvalitní články otisknout tímto způsobem než se snažit o jejich výrazné krácení.

Evropská měnová unie (EMU) vznikla na počátku roku 1999,<sup>2</sup> kdy byla v jedenácti z patnácti členských zemí EU přijata jako zákonné platidlo společná měna euro;<sup>3</sup> na tomto základě se definovalo nové regionální seskupení označované často jako „eurozóna“ (také jako „EU-11“ či anglicky „Euroarea“). V souvislosti s významem evropských trhů pro vývoj České republiky, jakož i pro její úsilí o vstup do EU (později případně i do EMU) vzniká potřeba hlouběji analyzovat postup integračních procesů v EU, jež se nyní významně koncentrují právě na rozvoj EMU. Právě zde lze spatřovat střed výzkumných zájmů kolektivu autorů příspěvků, které jsou publikovány v tomto a zčásti i v následujícím letošním čísle tohoto časopisu.

Abychom ukázali, v jakém prostředí byla společná evropská měna přijata, shrnuli jsme některé klíčové rysy stavu a rozvoje eurozóny do úvodního příspěvku, který reflektuje závěry prezentované v poslední době předními analytiky v odborném tisku a na významných konferencích (zejména lze zdůraznit 22. kolokvium SUERF konané letos v dubnu ve Vídni). Zde je nutné vyzvednout syntetizující roli článku pracovníků Evropské centrální banky (ECB, 2000c), v němž jsou shromážděna unikátní data, na něž se řada analytiků i sama výroční zpráva ECB (2000d) odvolává. Zatímco makroekonomické aspekty eurozóny jsou českou veřejností i specialisty pozorně sledovány (a budou charakterizovány na následujících stránkách pouze s maximální stručností), poněkud stranou pozornosti zůstává zásadní mikroekonomický fakt, že *zavedení společné evropské měny má významný vliv na strukturu a rozvoj dosud nedostatečně rozvinutých finančních trhů eu-*

\* Michal Mejstřík – Institut ekonomických studií FSV UK Praha; člen edičního kruhu čas. *Finance a úvěr* (e-mail: mejstrik@mbox.fsv.cuni.cz)

<sup>1</sup> a také vzhledem k poslednímu dramatickému vývoji nové měny euro

<sup>2</sup> Náš časopis věnoval zahájení třetí etapy rozvoje EMU spojené se zavedením jednotné měny své první číslo v roce 1999.

<sup>3</sup> V současné době mají zájem o přistoupení ke společné měně další členské země EU.

rozóny, což ve svém důsledku zvyšuje úlohu zejména kapitálových trhů v Evropě rychleji, než se původně očekávalo. Rozhodující část příspěvku diskutuje měnící se podobu finančních trhů a urychlení konsolidace finančního odvětví v eurozóně právě s využitím zprávy ECB (2000c).

### **Klíčové makroekonomické rysy eurozóny**

Jednotná monetární politika pro oblast eura, kterou od počátku roku 1999 řídí Rada guvernérů Evropské centrální banky (ECB), vychází z hospodářského rozvoje v celé oblasti. Mnoho strukturálních makroekonomických rysů hospodářství eurozóny se během půldruhého roku změnilo jen málo, zatímco finanční trhy (viz níže) byly zavedením společné evropské měny ovlivněny již zásadněji.

Rada makroekonomických rysů eurozóny je uvedena v *tabulce 1* – s použitím nejčerstvějších informací dostupných z různých zdrojů. Je třeba znovu opakovat, že tyto rysy jsou zcela odlišné od těch, které převládaly v jednotlivých členských státech před jejich vstupem do eurozóny, a že právě k nim přihlížejí instituce EMU při provádění hospodářské analýzy eurozóny. Jak známo, je eurozóna v globálním porovnání „velkou ekonomikou“; podle nejnovějších dostupných údajů ECB (2000c) je společný podíl členských států eurozóny na světovém HDP (vyjádřeném v PPP) okolo 15,5 % (individuální maximum je pouze 4,5 %). To je sice méně než podíl Spojených států (20,7 %), ale přibližně dvakrát více než Japonska (okolo 7,5 %). Sektorové struktury ekonomik členských zemí se příliš neliší, nicméně eurozóna má i po odpočtu obchodu v rámci EU-11 největší podíl ve světovém obchodě (eurozóna okolo 19,5 %, Spojené státy 15 %, Japonsko 8,5 %) a i stupeň otevřenosti měřený průměrným vývozem a dovozem zboží a služeb jako podílem na HDP je nejvyšší (16 %). Přitom většina obchodu jednotlivých zemí eurozóny probíhá s jinými zeměmi eurozóny. Z pohledu eurozóny to je vnitřní obchod, a není tedy ovlivňován pohyby měnových kurzů eura vůči jiným měnám. To je významná odlišnost, neboť před zavedením měnové unie byly jednotlivé její dnešní členské státy pokládány za „malé až střední otevřené ekonomiky“, s výrazně vyšším podílem průměrného exportu a importu zboží na HDP. Relativní význam jiných ekonomik na konkurenčních schopnostech eurozóny však závisí nejen na přímých vývozech a dovozech, ale i na tzv. vlivech „třetího trhu“ (jde o zřetel ke konkurenci ze strany jiných vývozců a domácích výrobců, se kterou se střetávají evropské vývozci na třetích trzích), zjišťovaných např. výpočtem efektivního měnového kurzu ECB. Potom budou podle ECB (2000c) Spojené státy důležitější obchodní partner než Velká Británie, se kterou má EU-11 jinak největší obchodní obrát. Trh práce je v eurozóně trvale málo výkonný, byť mezi národními trhy práce v eurozóně existují významné rozdíly v jejich struktuře, včetně mzdových a mimomzdových nákladů, práva na ochranu pracovních míst, zaměstnání na částečný úvazek a rozsahu a trvání podpor v nezaměstnanosti.

Přes zvýšenou fiskální obezřetnost zůstává rozpočtová nerovnováha a úroveň státního dluhu v eurozóně jako celku nadále vyšší než ve Spojených státech, ale nižší než v Japonsku. Avšak toto srovnání se Spojenými státy a Japonskem vysvětlují autoři ECB (2000c) zcela odlišnou fází hospodářského cyklu těchto zemí. Rovněž je třeba připomenout, že závažný problém pro udržení průběžného systému veřejného důchodového zabezpečení (který exi-

TABULKA 1 Klíčové charakteristiky eurozóny (EU-11)

	období	jednotky	eurozóna EU-11	USA	Japonsko
počet obyvatel	1998	mil.	291	271	126
HDP (ke světovému HDP v PPP)	1998	%	15,5	20,8	7,4
výrobní sektor					
zemědělství, rybolov, lesnictví	1995	% HDP	2,2	1,8	1,9
průmysl (včetně stavebnictví)	1995	% HDP	30,8	26,3	38
služby	1995	% HDP	66,8	71,9	60,0
veřejné rozpočty (k HDP)					
příjmy	1999	% HDP	47,1	36,1	30,5
výdaje	1999	% HDP	48,6	33,9	38,7
export zboží	1998	% HDP	13,2	7,9	9,9
export zboží a služeb	1998	% HDP	17,1	11,0	11,5
import zboží	1998	% HDP	11,1	10,8	6,7
import zboží a služeb	1998	% HDP	15,1	12,9	9,6
export (ke světovému exportu)	1998	%	19,6	15,0	8,5
zaměstnanost	1998	%	59,4	73,8	69,5
nezaměstnanost (k pracovním silám)	10/1999	%	9,9	4,1	4,6
veřejné finance					
přebytek (+) či deficit (-) rozpočtu	1999	% HDP	-1,6	2,2	-8,2
hrubý dluh	1999	% HDP	72,9	57,7	127,8
bilance běžného účtu	1998	% HDP	1,0	-2,6	3,2
bankovní vklady	6/1999	mld. EUR	4 752,2	4 742,8	4 467,5
	6/1999	% HDP	77,8	55,2	111,7
bankovní úvěry	6/1999	mld. EUR	6 136,1	4 154,8	4 280,8
	6/1999	% HDP	100,4	48,4	107,0
domácí dluh emitovaný v obligacích	6/1999	mld. EUR	5 422,7	14 140,8	5 061,1
	6/1999	% HDP	88,8	164,6	126,5
– emitovaných korporacemi	6/1999	mld. EUR	202,3	2 493,8	583,4
– emitovaných finančními institucemi	6/1999	mld. EUR	1 891,5	3 900,1	753,7
– emitovaných veřejným sektorem	6/1999	bil. EUR	3 329,0	7 746,8	3 723,9
tržní kapitalizace akcií	10/1999	mld. EUR	4 346,0	13 861,1	6 275,8
	10/1999	% HDP	71,1	163,3	137,7

zdroj: ECB (2000c, ss. 36 a 39)

poznámka: Export a import nezahrnuje obchod uvnitř eurozóny. Pokud není uvedeno jinak, vycházejí srovnání mezi eurozónou, Spojenými státy a Japonskem z převodu národních dat do společné měny pomocí měnových kurzů převládajících v daném období.

stuje ve všech třech ekonomikách) dlouhodobě představuje stárnoucí populaci (Bishop, 2000).

Velikost a struktura státního sektoru v eurozóně se výrazně liší od Spojených států a Japonska. Podíl vládních výdajů na HDP je v eurozóně (49 %) výrazně vyšší než v Japonsku (39 %) i ve Spojených státech (34 %). Běžné státní transfery pro domácnosti jsou v zemích eurozóny relativně vysoké, především v důsledku vlastností systémů sociálního zabezpečení. Podíl HDP určený na zajišťování kolektivních služeb státem je v eurozóně rovněž vyšší než ve Spojených státech nebo v Japonsku. Pokud se zabýváme strukturou státních příjmů, příspěvky ze sociálního zabezpečení jsou v zemích eurozóny a v Japonsku vyšší než ve Spojených státech a činí přibližně jednu třetinu běžných státních výdajů. Zatímco eurozóna spoléhá spíše na nepřímé daně, v Japonsku a ve Spojených státech hraje větší roli přímé zdanění.

Co se týče dlouhodobějších růstových vyhlídek v Evropě, řada autorů – např. (Liescher, 2000) – je podmiňuje větší integrací trhů, pokračující deregulací, dalšími liberalizačními kroky a technickým pokrokem. Přímé růs-

TABULKA 2 Další charakteristiky finanční struktury EU a USA koncem roku 1996

	jednotky	bankovní aktiva	vládní obligace	soukromé obligace	akcie	celkem	aktiva institucí (1995)
EU-15	mld. USD	18 066	4 617	2 945	4 518	30 146	6 214
	% HDP	207	56	36	55	345	74
EU-11	mld. USD	14 321	3 818	2 391	2 447	22 976	4 041
	% HDP	206	55	34	35	331	59
USA	mld. USD	5 580	6 965	4 327	8 458	25 330	10 501
	% HDP	73	96	60	117	331	145

zdroj: (Davis, 1999)

tové efekty zavedení jednotné měny jsou sice zatím předmětem diskuzí, nicméně pozoruhodná empirická studie Roseho (2000) přináší řadu argumentů pro jejich značný růstový dopad zejména na základě další intenzifikace vnitroevropského obchodu. Exportem tažený růst eurozóny bývá pak spojován s akceptací oslabení kurzu eura při udržení jeho vnitřní stability. Kritickou podmínkou neinflačního prostředí je nepochybně účinnější prosazování obezřetné fiskální politiky na základě koncepce pružné integrace, přijaté amsterodamským summitem EU v roce 1997. Příspěvek F. Turnovce uvedený v tomto čísle našeho časopisu se zabývá právě změnou rozhodovacích procesů o sankcích za nadměrné rozpočtové deficity v zemích EMU a modelovým prostřednictvím ukazuje na manévrovací prostor různých členů EMU. Příspěvek V. Kotlána a M. Macháčka připravený k publikaci v příštím čísle časopisu ukazuje, že z existence regionálních disparit při daném stavu realizace fiskální politiky, harmonizace finanční legislativy a optimalizace evropského trhu práce vyplynou značně nerovnoměrně dopadající implementační náklady dezinflační politiky ECB přinejmenším do té doby, než se EMU stane také unií fiskální.

### Výrazný rozvoj finanční struktury eurozóny

Makroekonomické aspekty rozvoje EMU byly doposud zkoumány za podmínky *ceteris paribus*, která v sobě zahrnuje historicky zděděné značné neefektivní finanční zprostředkování. Již jsme uvedli, že zavedení společné evropské měny mělo významný vliv na strukturu a rozvoj finančních trhů eurozóny; to ve svém důsledku zvyšuje úlohu zejména kapitálových trhů v Evropě rychleji, než se původně očekávalo. Šlo především o rychlou integraci národních peněžních trhů do jediného trhu eurozóny a rychlý rozvoj trhu soukromých dluhopisů, který umožňuje různé varianty pro financování společností v eurozóně.

Rozeberme tuto situaci podrobněji. Ve finanční struktuře eurozóny i nadále dominují banky. Vyplyvá to ze všech dostupných zdrojů – (Bishop, 2000), (Davis, 1999), (ECB, 2000a), (Lanoo, 2000) –, neboť půjčky domácích bank představovaly v roce 1999 větší podíl na HDP než financování prostřednictvím vydávání cenných papírů na vnitřní zadlužení; na konci června to bylo 100 % a 89 %. Dluhové cenné papíry vydával v evropské jednatce zatím většinou ostatně velice rozvinutý veřejný sektor (viz *tabulka 1 a 2*). Rozhodující část ostatních dluhopisů pocházela z emisí finančních institucí, zatímco firemní dluhopisy hrály ještě v polovině roku 1999 okrajovou roli a představovaly pouhou dvacetinu celkových bankovních úvěrů. Nic-

méně již v prvním roce EMU se trh s firemními dluhopisy zdvojnásobil (Lanoo, 2000). Objem mezinárodních emisí instrumentů peněžního trhu denominovaných v euru v roce 1999 (836 mld. EUR) i prvním čtvrtletí 2000 (228 mld. EUR) díky prudkému nárůstu převýšil objem dolarových emisí (634, resp. 182 mld. EUR) – viz (Bishop, 2000), (Blanden, 2000). Výše uvedené tvrzení o rostoucí roli kapitálového trhu podporuje i fakt, že tržní kapitalizace akcií v eurozóně vzrostla od konce roku 1996 z 35 % HDP na 71 % HDP v říjnu 1999. Naproti tomu finanční strukturu ve Spojených státech lze pokládat za strukturu, která vykazuje více rysů struktury založené na cenných papírech, při níž je financování založeno spíše na vydávání domácích obligací (165 % HDP v červnu 1999) než na financování prostřednictvím bank (48 % v červnu 1999). Ve srovnání s eurozónou a vzhledem k velikosti HDP jsou jak nesplacený objem emitovaných domácích obligací, tak kapitalizace trhu cenných papírů ve Spojených státech daleko větší. Zdá se, že dokonce i finanční struktura Japonska závisí na cenných papírech sice méně než ve Spojených státech, ale více než v eurozóně. To mimo jiné částečně odráží relativně vysoký podíl obligací vydaných veřejným sektorem na celkovém objemu emitovaných obligací.

#### *Zrychlení konsolidace oboru finančních služeb*

V souladu s očekáváním (Speyer, 1999) došlo na základě dříve zahájené evropské finanční liberalizace podpořené třetí fází EMU za posledních 18 měsíců k další významné konsolidaci oboru finančních služeb v eurozóně. Jen v průběhu období prosinec 1998 – listopad 1999 se počet peněžních finančních institucí (monetary financial institution, MFI) v eurozóně snížil o přibližně 4 %, z 9 856 na 9 443. Počet institucí v největší skupině – úvěrových ústavů – klesl o téměř 5 %, z 8 320 na konci roku 1998 na 7 906 v listopadu 1999. Tendence k poklesu počtu úvěrových ústavů se nicméně projevuje již více než deset let; zásadní jsou však změny u rychle rostoucího tržního podílu nejvýznamějších bank přednostně orientovaných na své, loajální trhy. Současně však dále roste objem bankovních aktiv, který přesahuje dvojnásobek HDP; eurozóna si tak nadále udržuje mezinárodně nejvyšší aktivitu bankovního zprostředkování.

Tendence ke konsolidaci v bankovním sektoru odráží odpověď bank na měnící se tržní podmínky v Evropě; a ty naopak ovládá řada faktorů. Z těchto faktorů jsou nejčastěji zmiňovány technologický rozvoj, deregulace, liberalizace, globalizace promítající se v rostoucí konkurenci a relativním poklesu bankovního zprostředkování (sekuritizace). Zavedení jednotky euro tyto hybné síly nepochybně posílilo. Je třeba zdůraznit, že změny tržních podmínek se vzájemně mezi různými oblastmi bankovních činností velmi liší. K nejnápadnějším změnám došlo v bankovníctví ve velkém (wholesale banking); zde v eurozóně vznikl velký a integrovaný mezibankovní trh. Změny v retailovém bankovníctví se zatím jeví jako pomalejší; to může být odrazem jejich technologické a organizační náročnosti. Jedním z hlavních institucionálních rysů rozvoje po zavedení jednotné měny byl v této oblasti vznik velkých domácích firem na základě desítek fúzí a akvizic v národním či regionálním, nikoliv však mezinárodním rámci (zde fúze naráží na dosud heterogenní institucionální rámec firemního práva v eurozóně). Odráží se to i ve struktuře institucí, která se v jednotlivých zemích EMU liší. Na rozdíl od USA – kde bylo až do přijetí Grammova-Leachova-Blileyova zá-

kona o federálních holdingových společnostech (FHC – Federal Holding Companies) v roce 1999 obtížné vytvářet finanční konglomeráty propojením bank a nebankovních finančních společností a trh byl jasně segmentován – v řadě menších států eurozóny (Benelux) postupně upevnily svoji dominantní roli finanční holdingy seskupující samostatné banky a pojišťovny. Současně se vyostřila konkurence mezi významnými evropskými bankami, které se opírají o loajalitu svých zákazníků, a velkými globálními investičními bankami, které disponují globálními zkušenostmi. Některé velké banky se tuto situaci snažily řešit fúzí a akvizicemi investičních bank. Jak zdůrazňuje Padoa-Schioppa (2000), bankovníctví je multiproduktovým odvětvím s různými trhy a vyostřená bankovní konkurence se odrazila spíše v převládající necenové konkurenci produktů, zatímco cenová konkurence byla přítomna spíše u činností na kapitálovém trhu. Banky v konkurenčním boji nabízely nové produkty a služby a diverzifikovaly sortiment kombinací tradičních variant komerčně bankovních produktů, křížově je kombinovaly s produkty pojišťoven a produkty investičního bankovníctví. Cenová konkurence bank byla často následována konkurenty, vedla k poklesu úrokových a poplatkových marží, a byla tudíž neúčinná.

Přes řadu nedávných fúzí a akvizic se analýza úspor z rozsahu a sortimentu v souvislosti s rostoucí koncentrací a diverzifikací v bankovním sektoru zatím opírá o (dosud) nedostupná data a nespolehlivé modely multiproduktového bankovníctví; přes intenzivní výzkum v této oblasti se jednotliví autoři v závěrečích o povaze efektů nemohou shodnout – (de Larosiere, 2000), (Hubner, 1999), (Smith – Walter, 2000), (Artis – Weber, 2000) aj. Samo testování nedávných změn musí být učiněno až na odpovídajících datech s rozumným časovým odstupem. Nicméně řada případů potvrzuje, že samu velikost nelze pochopitelně považovat za úspěšnou strategii, není-li podpořena adekvátními organizačními a technologickými změnami. Tyto změny si řada významných investičních bank připravuje např. založením vysoce technologicky orientovaných dceřiných společností. Technologické inovace totiž umožňují např. rozbít tradiční hodnotový řetězec tvorby a prodeje bankovních produktů, neboť k distribuci specializovaně vytvářených standardizovaných produktů lze namísto konvenční bankovní sítě využívat samostatných internetových prodejních finančních společností, které mohou diverzifikaci jistých produktů implementovat efektivněji. U těchto společností ovšem vzniká zdroj nových rizik a potřeba dostatečného kapitálu k jejich pokrytí. Nejisté strategie ovšem znovu komplikují metody oceňování rizika; ty se podařilo v tradičním bankovním sektoru výrazně zlepšit díky spolupráci bank vystavených po liberalizaci ostré konkurenci (Crockett, 2000).

## **Vývoj na peněžním trhu**

Jak potvrzuje studie ECB (2000c), peněžní trh v eurozóně prošel hlubokou integrací a standardizací, které byly odpovědí na zavedení eura a novou rámcovou měnovou strategií. Přesto se dosud dosažený stupeň integrace v jednotlivých segmentech trhu liší. Za nejintegrovanejší je považován mezibankovní trh nezajištěných depozit, na kterém si banky navzájem půjčují volné krátkodobé zdroje bez dodatečného zajištění, a trh derivátů. Mezi relativně méně integrované segmenty trhu patří repo trh, na kterém si účastníci navzájem půjčují volné krátkodobé zdroje se zajišťovacím převo-

dem cenných papírů, a trh krátkodobých dluhových cenných papírů (pokladničních poukázek, komerčních cenných papírů a depozitních certifikátů).

Potřeba redistribuovat likvidní peněžní zásobu mezi 11 zemí eurozóny, včetně likvidních peněz poskytovaných Eurosystemem v jeho refinančních operacích, posílila rychlý rozvoj mezinárodních transakcí na peněžním trhu; ty v současné době představují více než 50 % celkové aktivity ve všech segmentech peněžního trhu. Tento rozvoj byl podpořen hladkým fungováním nové infrastruktury – systému TARGET pro převody peněžních prostředků o vysoké hodnotě v eurozóně a jiných zemích EU. Systém TARGET hrál klíčovou úlohu při redistribuci likvidních peněz v eurozóně a při arbitrážích; to napomáhá vyrovnávat ceny, jež v různých segmentech peněžních trhů v této oblasti převládají. Vysoká homogenita evropského trhu vytváří předpoklad pro zvýšenou mezinárodní aktivitu zvláště v segmentu krátkodobých půjček bez zajištění a ve swapovém segmentu. Tato homogenita je zřejmá u nástrojů se splatností do druhého dne, jak to ukazují velmi omezené rozdíly mezi sazbami do druhého dne, které v zemích eurozóny převládají. Odrazem toho jsou sazby neaktivnějších bank v různých zemích eurozóny, které sestávají panel používaný pro výpočet klíčových referenčních cen pro trh sazeb do druhého dne, EONIA (euro overnight index average).

Kromě zvýšené mezinárodní aktivity je peněžní trh eurozóny charakterizován mnoha souvisejícími strukturálními změnami: kupříkladu zvýšenou koncentrací účastníků trhu při jejich aktivitách při řízení hotovosti v euro – proti situaci, která převládala na dřívějších fragmentovaných peněžních trzích –, zvýšenou konkurenční schopností a větším počtem smluvních stran, které jsou skutečně jednotlivým bankám k dispozici.

### *Trh nezajištěných depozit*

Jak jsme již uvedli, trh nezajištěných depozit patří při svém rozhodujícím objemu (dosáhl až 70 % mezibankovního trhu) mezi různými segmenty peněžního trhu eura k nejintegrovanejším. V tomto segmentu trhu se likvidita koncentruje nejvíce na kratší dobu splatnosti, většinou na transakce do druhého dne. Tato koncentrace se od počátku roku 1999 výrazně zvýšila, objem transakcí se splatností do druhého dne vzrostl od konce roku 1998 do první poloviny 1999 o 40 %. Okamžitě a plně přijetí systémů EONIA a EURIBOR (euro interbank offered rate, nabízená mezibankovní sazba v euro, kritériální sazba pro peněžní trh v euro až do splatnosti jeden rok) hrálo klíčovou úlohu v zajištění jednotné cenové reference pro trh, a tím přispělo k jeho plné integraci. To se projevuje v téměř shodných krátkodobých úrokových sazbách upravených podle rizika mezi účastníky z různých zemí eurozóny; Padoa-Schioppa (2000) je navíc považuje za výraz „zákona téměř jediné ceny“, která se navíc ustálila na bezprecedentně nízkých sazbách v souvislosti s „úsporami z rozsahu“ u těchto aktivit.

Někteří z hlavních účastníků peněžního trhu, kteří se dříve koncentrovali na domácí trh nebo na neaktivnější evropské trhy, přirozenou cestou rozšířili rozsah svého působení na celou eurozónu. Zároveň zrychlující se tempo konsolidace podpořilo koncentraci řízení hotovosti a aktivit na peněžním trhu. Zdá se, že velcí účastníci zvýšili svůj podíl na trhu, přičemž využívali větší a likvidnější trh a usílí o vnitřní reorganizaci, což zlepšilo



jejich konkurenční schopnosti. Lze vyvodit, že se vytváří určitý vzor specializace související s velikostí, podle kterého jsou velké banky obvykle aktivní na peněžním trhu celé oblasti v mezinárodních obchodech, čímž podporují integraci trhu a zajišťují homogenní podmínky pro finanční krytí menších bank. Před zavedením eura již určitý druh segmentace existoval; zdá se, že nedošlo ke zhoršení finančních podmínek pro menší banky. Nicméně někteří autoři upozorňují na značná rizika nezajištěných pozic.

### *Repo trh*

Oproti nezajištěnému trhu není – objemově menší – repo trh dosud v eurozóně plně integrován, což naznačuje různost cen na trhu. Mezi hlavními důvody této situace uvádí ECB (2000c):

- rozdílné ceny zajišťujících cenných papírů a různý stupeň jejich likvidity,
- nedostatečnou harmonizaci právnícké dokumentace používané pro repo smlouvy,
- praktické problémy při mezinárodním managementu a vypořádání zajišťovacích cenných papírů,
- různé způsoby zdanění dluhových cenných papírů,
- nestejnou dostupnost zajišťovacích cenných papírů v různých částech eurozóny.

Zdá se, že repo operace s delší dobou splatnosti jsou přitažlivější, protože nabízejí větší bezpečnost, a že expanze repo trhu souvisí nejenom se zavedením eura, ale i s potřebou omezovat míru úvěrového rizika a snížit nároky na kapitál. I velikost standardních repo obchodů se zvětšila a smlouvy s hodnotou mezi 50 a 100 mil. EUR se stávají běžnými.

### *Trh krátkodobých cenných papírů*

Na trhu krátkodobých cenných papírů v zemích eurozóny bylo během roku 1999 i prvního čtvrtletí roku 2000 možné – ve srovnání s rokem 1998 – pozorovat celkové zvýšení objemu nových emisí, s výjimkou státních pokladničních poukázek vydaných v roce 1999. Přesto státní pokladniční poukázky zůstávají nejdůležitějším segmentem. Posílení hospodářské aktivity a tendence k převádění úspor podpořily rovněž zvýšené vydávání soukromých krátkodobých cenných papírů.

I když dostupná data založená převážně na Capital Data Bondware (Bishop, 2000), (ECB, 2000c) nejsou dokonalá, existují doklady toho, že – na rozdíl od trhu s nezajištěnými depozity a v menším rozsahu i trhu s dluhopisy – trh krátkodobých cenných papírů v eurozóně zůstává poměrně fragmentován. Rozběh těchto trhů v lednu 1999 se však velmi lišil od vývoje, který převládal na trhu s nezajištěnými depozity – ten byl již od počátku třetí fáze EMU velmi likvidní a mohl se spoléhat na infrastrukturní podporu systému TARGET. Naproti tomu primární a sekundární trhy krátkodobých cenných papírů byly ve většině zemí eurozóny nedostatečně rozvinuté nebo téměř neexistovaly a mezinárodní transakce hrály jen velmi omezenou úlohu.

Obecně přijímaným vysvětlením současného omezeného stupně integrace trhu krátkodobých cenných papírů, jenž rovněž souvisí s repo trhem, je nedostatek vhodných postupů pro finanční vypořádání při mezinárodních

transakcích spojených s nedostatečnou harmonizací postupů pro vypořádání používaných v domácích transakcích a chybějící příslušný právní rámec.

### *Trh krátkodobých derivátů*

Od zahájení třetí etapy EMU se integrace, standardizace a hloubka trhu krátkodobých derivátů výrazně zvýšily. Swapový trh úrokových sazeb v euru (na kterém jsou vyměňovány platby s pevnou úrokovou sazbou za platby s plovoucí úrokovou sazbou) vykázal značný nárůst v průměrných denních transakcích. Jeho hloubka a likvidita se výrazně zvýšily tím, že se stal plně sjednoceným; to se projevilo také v sjednocených cenách – jak dokazuje existence jediné výnosové křivky pro celou eurozónu. Zvýšená likvidita se projevuje v obvyklých ukazatelích, totiž jednak ve vývoji rozpětí sazeb prodej–nákup, které se vůči rozpětím, jež převládala na odpovídajících trzích před třetí etapou EMU, zúžilo, a nyní činí mezi 1 a 2 bazickými body, a jednak ve standardní velikosti obchodu, která se zvýšila na průměrných 50 mil. EUR, přičemž některé velmi vysoké částky (např. 5 mld. EUR) nejsou neobvyklé.

### *Trh dluhopisů*

Co se týče trhu dluhopisů vydaných v euru, nejnápadnějším rysem vývoje byl v roce 1999 i prvním čtvrtletí 2000 nepochybně rychlý růst trhu soukromých dluhopisů; ten překonal očekávání mnoha pozorovatelů tohoto trhu. Jak bylo uvedeno výše, trh posílil po vydání velkých dluhových cenných papírů, které souviselo s mnoha velkými fúzemi a koupěmi podniků v roce 1999. Fakt, že trh dluhopisů vydaných v euru prokázal poměrně hladce, že dokáže tyto emise absorbovat, byl obecně pokládán za důležitou známku zvýšené hloubky tohoto trhu. Stále však v eurozóně existuje určitý prostor pro další integraci trhu dluhopisů (Bishop, 2000), (ECB, 2000c).

I když objem tohoto trhu je stále poměrně malý – zvláště ve srovnání jak s domácími úvěry vydanými v euru v eurozóně, tak ve srovnání s velikostí trhu soukromých dluhopisů (který zahrnuje jak nefinanční společnosti, tak finanční ústavy) ve Spojených státech (jenž je přibližně třikrát větší než trh soukromých cenných papírů vydaných v euru), bylo meziroční tempo růstu soukromých emisí dluhopisů vydaných v euru výrazné, zvláště v případě soukromých nefinančních společností a soukromých podniků veřejně prospěšných služeb. Jak ukazuje Bishop (2000), největšími soukromými emitenty byly v roce 1999 banky (vydaly téměř dvě třetiny celkového objemu emisí, soukromé banky 42 %), poté následují soukromé nefinanční společnosti (12 %), jiné finanční společnosti a podniky veřejně prospěšných služeb. Rozsáhlejší využívání trhu cenných papírů soukromými podniky bylo zřejmé rovněž z poklesu podílu MFI-půjček nefinančním podnikům na celkovém objemu MFI-půjček pro soukromý sektor v průběhu roku 1999.

*Trh firemních dluhopisů.* Kromě katalyzujícího vlivu způsobeného zavedením eura byl silný růst trhu soukromých dluhopisů vydaných v euru povzbuzován rovněž řadou faktorů, které vytvořily větší a likvidnější trh soukromých dluhopisů, jenž je lákavý pro větší společenství investorů. Jedním z nejvýznamnějších faktorů byl probíhající proces restrukturalizace společností v Evropě, jehož výsledkem byla silná poptávka po penězích v sektoru soukromých společností. Protože zavedení eura stimulovalo integraci

kapitálových trhů eurozóny, společnosti z této oblasti zapojené do fúzí a nákupu jiných společností a operací, jako je převzetí podniků investorem na dluh (leveraged buy-out) – ve kterých je převzetí společnosti financováno prostřednictvím emise dluhopisů s vysokým výnosem –, financovaly tyto akce ve značné míře pomocí emisí dluhopisů vydaných v euru. Tyto emise často sloužily ke splacení překlenovacích nástrojů (hlavně syndikátních půjček). To vedlo k některým mimořádně velkým emisím, dosud nevídaným. Aktivita ve fúzích a akvizicích společností v eurozóně v posledních 18 měsících obecně silně rostla o desítky procent, a to v bankovním i mimobankovním sektoru.

Kromě prudkého nárůstu fúzí a akvizicí v eurozóně po zavedení eura přispělo k růstu trhu firemních dluhopisů vydaných v euru rovněž chování investorů. Institucionální investoři začali restrukturalizovat portfolio podle sektorů a investovat do dluhopisů nefinančních firem s vysokým výnosem (Beltratti, 2000), (Brookes, 2000), protože možnosti diverzifikovat riziko investicemi do různých národních (zejména státních) dluhopisů v eurozóně dále klesaly, přičemž možnosti získat větší návratnost pro určitou úroveň portfolio diverzifikací kurzových rizik přestaly existovat. Kromě toho poptávka penzijních fondů po soukromých obligacích byla podporována silným růstem evropského penzijního trhu a otevřených investičních fondů i vysokou mírou úspor v Evropě. Další podporu rozvoji tohoto trhu dala poptávka po příležitostech investic do firemních dluhopisů ze strany pojišťovacích společností, které tradičně investují významnou část svých fondů do firemních půjček a nekotovaných dluhopisů – což částečně vyplývá z nedostatečně rozvinutého celoevropského trhu s firemními dluhopisy; růst poptávky pojišťoven přitom vznikl odstraněním restrikcí pro alokaci aktiv v měně podle 80 % vložených pasiv (podle 3. směrnice EU).

Uváděli jsme argumenty pro konstatování, že k nákupu firemních cených papírů prostřednictvím investičních fondů vedl retailové investory ve zvýšené míře zřetel k likviditě – což dále institucionalizovalo finanční strukturu a umožnilo absorpci velkých emisí na kapitálových trzích. To lze připsat na vrub nejenom EMU, ale i technickému rozvoji, jenž umožnil hlubší a efektivnější fungování trhu s firemními obligacemi. V minulosti byl rozvoj tohoto trhu ztížen heterogenitou emitentů a trhů.

A konečně, je-li možné si vybrat mezi přímým a nepřímým financováním, může rostoucí zájem o emise soukromých dluhopisů vydaných v euru souviset s finanční strukturou eurozóny jako takové. Zejména finanční trhy zaregistrovaly, že rizika spolehlivosti finančních zprostředkovatelů se v průběhu minulých deseti let zvýšila v důsledku zvýšené konkurence a deregulace v sektoru finančních služeb a rostoucí expozice bank vůči novým (emerging) trhům. V tomto prostředí mnoho firemních vypůjčovatelů v eurozóně pozorovalo, že jejich rating vzrostl nad rating finančních zprostředkovatelů. Růst trhu se soukromými dluhopisy vydanými v euru je známkou zvýšeného významu přímého financování a orientace finanční struktury eurozóny směrem k sekuritizaci.

### *Akciový trh*

Celková kapitalizace akciového trhu na burzách eurozóny činila na konci října 4,346 mld. EUR neboli 71 % HDP (viz *tabulka 1*). Je možné porovnat tento vývoj s kapitalizací trhu na konci roku 1998, kdy tato kapitalizace

dosáhla 3,624 mld. EUR, či s údaji na konci roku 1996 (viz *tabulka 2*). Kromě toho, že se projevil růst cen akcií v tomto období, odráží se zde i stálý růst celkového počtu firem kotovaných na burzách v zemích eurozóny v průběhu roku 1999. To je další známkou rostoucího významu přímého financování v eurozóně a podává další doklad o tom, že se finanční systém eurozóny možná více sekuritizuje.

Zdá se, že zavedení eura působilo jako katalyzátor spolupráce burz (nedávné dohody burz v Paříži a Beneluxu a zvláště sloučení londýnské a frankfurtské burzy do iX), ale zejména že mělo silný vliv na vznik nových akciových trhů pro tzv. růstové společnosti (growth companies) a pro mezinárodní spolupráci mezi těmito akciovými trhy. To mnoha společnostem pomáhá; v minulosti totiž možná měly problémy se získáním financování pomocí bank a nyní zvyšují základní jmění, což může být vhodnější co do profilu rizika jejich výnosů. Jak uvádí ECB (2000c), během roku 1999 došlo k významnému nárůstu trhu EURO.NM, což je celoevropská skupina regulovaných burz, která usiluje o kotace růstových společností. K listopadu 1999 zahrnovala tato aliance, ustavená na konci roku 1997, pět evropských akciových burz pro růstové společnosti – Le Nouveau Marché (Paříž), Neuer Markt (Frankfurt), NMAX (Amsterdam), EURO.NM Belgium (Brusel) a Nuovo Mercato (Milán). Zájem o připojení projevilo několik dalších evropských burz. Ve srovnání s koncem prosince 1998 celkový počet společností kotovaných na EURO.NM vzrostl do konce září 1999 o 76 % (ze 165 na 291). Během stejného období celková kapitalizace trhu vzrostla z 31,5 mld. EUR na 57,4 mld. EUR, tj. o 80 %.

K dalším iniciativám na akciových trzích patří společný podnik iX s Nasdaq v poměru 50 : 50, který by převzal londýnský techMARK a frankfurtský Neuer Markt a který by měl začít působit během roku 2000 jako celoevropská platforma pro počáteční veřejnou emisi rychle rostoucích evropských společností, a EASDAQ, mezinárodní burza se sídlem v Bruselu, která se soustřeďuje na kotování středních rychle rostoucích společností s evropskou nebo mezinárodní orientací. Tato burza měla k 26. listopadu 1999 celkovou tržní kapitalizaci 30,3 mld. EUR.

### *Vznik nových eurových finančních nástrojů na kapitálových trzích*

Souběžně s růstem trhu se soukromými dluhopisy vydanými v euru se v roce 1999 rozšířila struktura firemních financí, protože se dále rozvíjely různé segmenty kapitálových trhů eurozóny. V tomto ohledu je třeba zmínit růst trhu dluhopisů s vysokým výnosem (tj. dluhopisů vydaných institucemi s nižším ratingem – viz (Steward, 2000), (ECB, 2000c)). Trh dluhopisů s vysokým výnosem byl podporován ze strany nabídky růstem soukromých emisí souvisejících s LBO-fúzemi a akvizicemi podniků, sektorem telekomunikací a médií a silnou poptávkou institucionálních investorů po dluhopisech s vysokým výnosem. Příprava a následné zavedení eura vyústily do výrazné konvergence výnosů ze státních dluhopisů; to značně omezilo možnosti pro výnosnou diverzifikaci na jejich základě.

Do trhu soukromých dluhopisů vydaných v euru se zapojuje zvyšující se počet relativně malých a nízko hodnocených společností, které vydaly dluhopisy nabízející poměrně vysoké výnosy. Růst trhu s vysokými výnosy byl značný. Emise soukromých dluhopisů hodnocených společností Moody jako BAA a horší se zvýšily během prvních devíti měsíců roku 1999 o 171 %.

Přesto relativní význam firemních emisí s tímto nízkým hodnocením je stále hluboko pod situací na trzích Spojených států.

Růst aktivity v oblasti fúzí a akvizic v eurozóně v roce 1999 revitalizoval i trh syndikátních úvěrů (na něm úvěry poskytují bankovní skupiny nebo syndikáty, pokud je úvěr pokládán za příliš veliký na to, aby jej poskytla jediná banka). Výhodou syndikátních úvěrů je, že je možné je zařídit rychleji než vydání obligací a že mohou být zrušeny, pokud fúze nebo akvizice nebude realizována. Trhu dluhopisových derivátů se věnuje ve svém příspěvku, který vyjde v příštím čísle (dvojičísle 7/8) tohoto časopisu, M. Hájek.

Jako součást finančních inovací na kapitálových trzích eurozóny byly vytvořeny nové elektronické systémy obchodování. Tyto nové systémy by mohly zlepšit efektivnost a transparentnost trhu. V eurozóně stále přetrvávají fragmentované systémy pro vypořádání, což komplikuje mezinárodní repo operace.

### *Vývoj struktury devizových trhů*

Infrastruktura pro obchodování s eurem na devizových trzích se v roce 1999 rychle rozvíjela. Zavedení nové měny proběhlo současně s významnými změnami celkové struktury devizových trhů, co se týče jejich likvidity, objemu a účasti. I když za tímto vývojem byly především globální faktory – jako jsou fúze bank a obecné snižování zájmu o kurzové riziko a zvýšené využívání elektronických makléřských systémů –, přechod na EMU byl i pro tento racionalizační proces jedním ze základních katalyzátorů. Mezi hlavními dosud pozorovanými změnami uvádí studie (ECB, 2000c) následující:

- Byly obecně přijaty doporučené kotovací konvence kurzu eura „jisté za nejisté“ proti všem ostatním měnám (tj. 1 euro = X jednotek měny „Y“), a tím bylo fakticky eliminováno i kurzové riziko. Kotování předchozích měn se na mezibankovním trhu a pro velké firemní zákazníky již většinou neprovádí. Přesto se banky stále setkávají s poptávkou k předchozím měnám ze strany retailových a menších zákazníků mezi firmami a očekává se, že tento stav bude přetrvávat do doby, než se účetní systémy plně přizpůsobí euru.

- Počet účastníků devizového trhu poklesl v důsledku fúzí bank a centralizace obchodování v euru ze strany bank a ministerstev financí. Komerční tlaky směřující k racionalizaci bankovního sektoru se vytvořením eura podstatně zvýšily a zdá se, že v dohledné budoucnosti budou pokračovat.

- Devizový obrat klesl z některých výše uvedených důvodů. V některých evropských centrech se však tento pokles projevil více – v některých případech klesl obrat o více než 30 %. Významný podíl na tomto velkém poklesu lze přičíst mechanickému vlivu zavedení eura, které vedlo k zániku vzájemného obchodování s měnami zemí eurozóny. Uvedený pokles může odrážet i tu skutečnost, že mnoho vzájemných obchodů bylo prováděno v amerických dolarech.

- Obchodní rozpětí v obchodech prováděných v euru se většinou rychle zužovalo spolu s tím, jak si trh zvykal na obchodování s novou měnou a na účtování v ní. Rozpětí (tj. obvyklé diferenciály mezi nabídkovou a poptávkovou cenou) v euru proti americkému dolaru, libře a jiným dalším měnám pro obchody o standardní velikosti se stalo velmi brzy přibližně stejně vel-

kým (měřeno podílem) jako při podobných obchodech v německých markách. Hlavní výjimkou bylo obchodování mezi eurem a japonským jenem, kde rozpětí bylo i nadále větší a proměnlivější než mezi markou a jenem.

### **Shrnutí: Integrace trhu cenných papírů v eurozóně**

Zavedení eura vyvolalo na evropském trhu dluhopisů významné změny. Dřívější národní trhy, zvláště trhy státních dluhopisů, se integrovaly a na primárním i sekundárním trhu se projevuje zvýšená aktivita. Současné různé tržní segmenty zůstávají nedostatečně rozvinuté co do své hloubky a efektivnosti. I když již došlo k významným krokům, probíhající hluboké změny potřebují čas k tomu, aby se projevily; plnou integraci trhů dluhopisů je třeba pokládat za střednědobý proces, nikoliv za otázku okamžitého vývoje.

Zánik kurzových rizik v eurozóně – tedy eliminace jednoho z typických faktorů, které omezují zahraniční investice – umožnil investorům, kteří se dříve orientovali především na domácí trh, aby podstatně zvýšili diverzifikaci svých portfolií v cenných papírech v eurozóně – viz Beltratti a Brookes v: (Aris – Weber, 2000). Přestože mnoho evropských investorů změnilo svá kritéria (tj. ukazatele skládající se z různých investic, z kterých vychází diverzifikace jejich portfolia) na ukazatele pokrývající celou oblast, pozorujeme rozdíly v tempu diverzifikace, které závisejí na sídle a typu dotyčných investorů. Zdá se však, že zvláště investoři v menších zemích diverzifikovali rychleji než investoři ve větších zemích. V průzkumu uvedeném Brookesem – v (Artis – Weber, 2000, s. 319) – 70 % respondentů předpokládalo realokaci svých portfolií, nicméně více než 40 % respondentů bude tato realokace trvat 1–5 let. Velice silně tento proces dopadl na správu portfolií pojišťoven, které byly 3. směrnici EU vázány držet 80 % svých aktiv ve stejné měně, jako jsou pasiva; společná měna tak zásadně rozšířila jejich „domácí“ trh.

Co se týče stanovování cen státních dluhopisů, upozorňuje zpráva ECB (2000c) na změnu v relativním významu cenových faktorů. Před třetí etapou EMU byly za hlavní faktory vysvětlující výnosové diference považovány rozdíly ve výši úvěrů, v inflaci a kurzových rizicích, zatímco v měnové unii se vedle úvěrových rizik v současné době hlavním faktorem při určování preferencí investorů pro různé státní dluhopisy vydané v euru stává jejich likvidita. Přes obecnou tendenci investorů diverzifikovat svá portfolia pomocí transakcí do zahraničí po celé eurozóně však některé segmenty trhů dluhopisů – zvláště ty méně likvidní – zůstaly převážně národní a neprošly mnoha změnami. Nicméně konsolidace národních rozpočtů, ke které došlo v několika předchozích letech, společně se „Smlouvou o stabilitě a růstu a další integraci trhu“ přispěly k výraznému snížení rozpětí různých státních dluhopisů, který v roce 1999 jen zřídka překročil 30 p. b. Co se budoucnosti týče, jedinou cestu, jak zajistit trvalé rozdíly v prémiech za úvěrová rizika, spatřuje zpráva ECB v plné konvergenci směrem ke zdravým státním veřejným financím.

Díky integraci národních trhů se výrazně zvýšila konkurence mezi emitenty ze státního a nadnárodního sektoru. V důsledku toho emitenti přehodnotili své emisní strategie i organizační aspekty, které ovlivňují fungování jejich sekundárních trhů, a byla pozorována zvýšená konvergence emisních technik směrem k nejefektivnějším metodám. Zavedené reformy obecně směřovaly ke zlepšení likvidity vydaných cenných papírů prostřed-

nictvím zvětšování velikosti jednotlivých emisí a často poskytly zlepšené podmínky pro přístup na trh pro jiné než domácí investory.

Nicméně stále existují významné zejména národní bariéry, které brání další integraci trhů dluhopisů a akcií v EU, resp. EMU. Na straně emitentů se za naléhavé potřebné kroky považuje harmonizace celého firemního práva, neboť chybějí společné principy právní úpravy správy a řízení obchodních společností (*corporate law and governance*), a jen částečná je doposud harmonizace účetních pravidel. Obojí je nadále provázáno národní fragmentací pravidel; to silně zneefektivňuje monitoring zahraničních investic, deformuje v konečném důsledku tržní ceny a podvazuje i možnosti investičními nástroji zprostředkovaných mezinárodních fúzí a akvizic (např. cestou výměny akcií).

Obdobná potřeba je pociťována u investičních nástrojů v oblasti harmonizace úpravy majetkových práv (zvláště významná pro segment dluhopisů s nižší úrokovou sazbou), u vhodné regulace otázek souvisejících s depozity a vypořádáním a příslušné harmonizace předpisů a právní dokumentace, které ovlivňují repo trh. Studie ECB (2000c) dále přiznává, že na rozdíl od bankovních předpisů – kde existuje dobře standardizovaný soubor pravidel – má regulace cenných papírů zatím k tomu, aby zajistila společný rámec pro konkurenci, daleko. Potřebu další integrace kapitálových trhů eurozóny zdůraznil „Akční plán Evropské komise pro zavedení rámce pro finanční trhy“, publikovaný v roce 1999. Tento plán podporuje vytvoření jediného všeobecného finančního trhu, otevření retailových finančních služeb přes hranice a posílení rozumné regulace. Eurosystem, v rámci svých kompetencí, rovněž zpracovává studie zaměřené na stanovení oblastí, ve kterých by mohly být podniknuty kroky ke zlepšení integrace. Eurosystem také předpokládá určité následné práce zaměřené na harmonizaci domácích postupů pro zúčtování a zlepšení výměny přes hranice a zúčtování záruk.

Postupující evropská a globální integrace finančních trhů a institucí otvírá na základě nových technologií i institucionálních změn finančního prostředí typu EMU možnost mimořádné úrovně mezinárodní mobility kapitálu. Významní teoretikové – např. (Obstfeld, 1998) – i praktikové – (Crockett, 2000), (Liebscher, 2000) – připomínají fakt, že nové finanční instrumenty v liberálnějším prostředí sice umožňují lépe diverzifikovat a sdílet riziko, nicméně vytvářejí také *alternativní kanály a zdroje sdílených a systémových rizik*. Z hlediska finančního systému eurozóny jsou diskutována např. rostoucí rizika v oblasti nákladově úsporných mezibankovních transakcí u nezajištěných depozit, která často vystavují úvěrující instituce rozsáhlým nezajištěným rizikům. Obdobně je tomu často u rozsáhlých syndikátních úvěrů. Vznikají panevropské globální bankovní instituce, příp. finanční konglomeráty bank a pojišťoven, jejichž rozsáhlá mezinárodní rizika jsou monitorována bankovním dozorem pouze v zemi původu. EMU vyostřila konkurenci na bankovním trhu; to se již promítá v rostoucí produktivitě a efektivnosti bankovních ústavů, která však snižuje jejich ziskové marže; možnosti obnovení kapitálu po utrpených ztrátách a snaha o přežití zvyšují motivy pro (nadměrné) přejímání rizika. Vznikají obavy z důsledků rostoucí konkurence zvyšující sdílená rizika a rizika poklesu ziskových marží, což dále zvyšuje i pravděpodobnost úpadku bank a vzniku systémových rizik. Část těchto rizik je samotnými finančními institucemi díky zlepšenému oceňování a řízení rizik včas identifikována a absorbována.

Existence nových kanálů a zdrojů rizik vyvolala nicméně vznik již třetí generace modelů měnových krizí a řadu pokusů o modelování systémových

rizik ve finančním sektoru. Doporučení pro monetární autority týkající se toho, jak v tomto světě pomoci zajistit peněžní a finanční stabilitu, se však nadále zásadně rozcházejí. Také ochota členských států EMU přistoupit na společné principy, případně společné orgány globálnější pojetého finančního dozoru (Lanoo 2000) na úkor věcně a legislativně fragmentovaných národních orgánů dozoru je podmíněna evolučním dozráváním dosud specifických lokálních trhů a individuálních finančních institucí (Liebscher, 2000).

## Závěrem

Článek potvrzuje, že zavedení eura počátkem roku 1999 přineslo významnou změnu ekonomického a finančního prostředí. Nejvýraznější změny, ke kterým došlo za posledního jeden a půl roku, nastaly právě ve finanční struktuře v eurozóně; objevují se přitom známky toho, že eurozóna se stává strukturou více kapitálově tržně orientovanou, nicméně naráží na řadu institucionálních rigidit. Prohlubující se finanční integrace a odraz postupujících změn mohou mít řadu pozitivních dopadů, ale i rizik, které je třeba včas analyzovat. Jen na základě jejich důkladného rozboru lze dále zodpovědně rozpracovávat strategii České republiky pro její přibližování se Evropské unii. Právě tímto směrem jsou zaměřeny následující příspěvky tohoto čísla – příspěvek M. Cincibucha a D. Vávry „Potřebujeme flexibilní kurz?“ a příspěvek P. Procházky „K postupu integrace českého bankovníví do jednotného trhu EU“.

## LITERATURA

- ARTIS, M. – WEBER, A. – HENNESSY, E. (ed.) (2000): *The Euro: A Challenge and Opportunity for Financial Markets*. SUERF and Routledge, International Studies in Money and Banking (Series, No. 10), London and New York, 2000.
- BELTRATTI, A. (2000): The Effects of the Euro on Portfolio Allocation. In: Artis – Weber, 2000, pp. 259–284.
- BISHOP, G. (2000): *The Euro Bond Market – An Update*. Lecture given at 22nd SUERF Colloquium on Adapting to Financial Globalization. Vienna, April 2000 – mimeo.
- BLANDEN, M. (2000): Euro's Roots take hold. *The Banker*, February 2000, pp. 14–16.
- BROOKES, M. (2000): The Impact of EMU on Portfolio Management. In: Artis – Weber, 2000, pp. 310–330.
- CROCKETT, A. (2000): *In Search of Anchors for Financial and Monetary Stability*. Lecture given at 22nd SUERF Colloquium on Adapting to Financial Globalization. Vienna, April 2000 – mimeo.
- DAVIS, E. P. (1999): Institutionalism and EMU: Implications for European Financial Markets. *International Finance*, 1999, Vol. 2, pp. 33–61.
- DE LAROSIERE, J. (2000): *Banking Consolidation in Europe*. Lecture given at 22nd SUERF Colloquium on Adapting to Financial Globalization. Vienna, April 2000 – mimeo.
- ECB (2000a): Consolidation in the Securities Settlement Industry. *ECB Monthly Bulletin*, February 2000, pp. 44–51.
- ECB (2000b): *ECB Annual Report for 1999*. Frankfurt a. M., 2000.
- ECB (2000c): The Euro Area One Year after the Introduction of the Euro: Key Characteristics and Changes in the Financial Structure. *ECB Monthly Bulletin*, January 2000, pp. 35–49.
- ECB (2000d): The Eurosystem and the EU Enlargement Process. *ECB Monthly Bulletin*, February 2000, pp. 39–43.



- HUBMER, G. (1999): Effects of the Euro on the Stability of Austrian Banks. *Focus on Austria*, ONB, 1999, No. 3, pp. 62–78.
- LANNOO, K. (2000): *Challenges to the Structure of Financial Supervision in the EU*. Lecture given at 22<sup>nd</sup> SUERF Colloquium on Adapting to Financial Globalization. Vienna, April 2000 – mimeo.
- LIEBSCHER, K. (2000): *Monetary Policy and Financial Stability in a Dynamic World*. Lecture given at 22<sup>nd</sup> SUERF Colloquium on Adapting to Financial Globalization. Vienna, April 2000 – mimeo.
- OBSTFELD, M. (1988): The Global Capital Market: Benefactor or Menace? *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12, 1988, No. 4, pp. 9–30.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (2000): *European Banking after the Euro*. Lecture given at 22<sup>nd</sup> SUERF Colloquium on Adapting to Financial Globalization. Vienna, April 2000 – mimeo.
- ROSES, A. (2000): One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. *Economic Policy*, 2000, Vol. 15.
- SPEYER, B. (1999): Dopady EMU na evropský bankovní sektor. *Finance a úvěr*, 49, 1999, č. 1, ss. 59–75.
- SMITH, R. – WALTER, I. (2000): *Global Wholesale Finance: Structure, Conduct, Performance*. Lecture given at 22<sup>nd</sup> SUERF Colloquium on Adapting to Financial Globalization. Vienna, April 2000 – mimeo.
- STEWART, J. (2000): Take the high Road. *The Banker*, March 2000, pp. 88–90.
- WELTEKE, E. (2000): *Úloha centrálních bank v ESCB – Výzva pro ČNB*. Přednáška v ČNB 4. 4. 2000 – mimeo.
- ZEITLER, F. CH. (2000): *The Euro and the Currency Systems in Central and Eastern Europe*. Lecture delivered at the European Banking and Financial Forum, Prague, March 2000 – mimeo.

## SUMMARY

JEL Classification: G10, F30

Keywords: financial markets – international finance – EMU

# Macroeconomic and Financial Aspects of Euro-Area Development

Michal MEJSTŘÍK – Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague; EEIP Prague

This paper describes euro-area financial development based on the implementation of the third stage of the European Monetary Union. A survey of studies conducted by the European Central Bank is presented, complemented by a summation of a number of related academic papers, including those of the 22<sup>nd</sup> SUERF Colloquium. The author focuses on the impact of single currency on the structure of financial markets, confirming the faster-than-expected growth of the euro on the capital market, and discusses the remaining rigidity as well as newly born risks.