

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

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49

120 74 Praha 2

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

Fax: 253 728

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

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

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49

120 74 Prague 2

Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

Stanislava JANÁČKOVÁ: K některým specifickým měnové politiky v ČR 445

Jiří KINKOR: Měření daňové progresivity 455

Karel JANDA: Modelování rizika akciového portfolia 463

Rozpočtová politika — jaká byla, je a bude — 4. část

Milena HORČICOVÁ—Drahomíra VAŠKOVÁ: Mimorozpočtové fondy a jejich postavení v systému veřejných rozpočtů . . . 473

Bibiana JÍLKOVÁ—Olga NOVOSADOVÁ: K některým souvislostem vládního dluhu v ČR 483

Miroslav HAVEL: Státní rozpočet v roce 1993 a 1994 a střednědobá strategie rozpočtové politiky do roku 2000 488

Recenze

Aleš BULÍŘ: Jak měřit fiskální deficit? (ed.: M. I. Blejer—A. Cheasty) 500

Finance a úvěr v zahraničí

Jana MARKOVÁ: Měnové účinky euroměnového trhu a možnosti jejich eliminace . . . 504

Přehled — Survey

Czech Republic: General Government Fiscal Operations, 1993 (table) 514

CONTENTS

Stanislava JANÁČKOVÁ: Specific Issues of Monetary Policy in the Czech Republic . . 445

Jiří KINKOR: Measurement of Tax Progressivity 455

Karel JANDA: Modelling Risks of Share Portfolio 463

Budgetary Policy — Past, Present and Future — 4th Part

Milena HORČICOVÁ—Drahomíra VAŠKOVÁ: Extrabudgetary Funds and Their Role in General Government Sub-Sector . . 473

Bibiana JÍLKOVÁ—Olga NOVOSADOVÁ: Some Government Debt Implications in the Czech Republic 483

Miroslav HAVEL: The State Budget in 1993 and 1994 and the Medium-Term Fiscal Policy Strategy to 2000 488

Book-Review

Aleš BULÍŘ: How to Measure the Fiscal Deficit? (Eds.: M. I. Blejer—A. Cheasty) . . 500

Finance and Credit Abroad

Jana MARKOVÁ: Monetary Impacts of Euro-Currency Market and Possibilities of Their Elimination 504

Survey

Czech Republic: General Government Fiscal Operations, 1993 (table) 514

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

DT: 339.738 (4—662)

Měnové účinky euroměnového trhu a možnosti jejich eliminace

Jana MARKOVÁ*

Růst vzájemné závislosti ekonomických struktur v mezinárodním měřítku vedl v poválečném období ke kvalitativním změnám mezinárodního finančního systému. Postupně dochází k formování mezinárodního finančního trhu, který determinuje a zprostředkuje pohyb kapitálu mezi jednotlivými zeměmi. Tento trh, pro který se vžilo označení „euroměnový“, se od svého vzniku vyznačuje nebývalou intenzifikací bankovních operací. Proto se do popředí zájmu teoretické fronty dostává otázka vzájemné propojenosti tohoto trhu s trhy národními, konkrétně pak zkoumání vlivu operací na euroměnovém trhu na vnitřní stabilitu měny.

Euroměnový trh je trh depozit a úvěrů denominovaných v jiné měně, než je měna země, kde jsou obchodovány. Tak existuje např. trh s dolarovými depozity a úvěry mimo území USA (eurodolarový trh), mimo území SRN pak trh s depozity a úvěry znějícími na německé marky (euromarkový trh) atd. Vedle USD, na které připadá 65 % všech operací na euroměnových trzích, a dále pak DEM (10 %), YEN (5 %), jsou kontrakty na euroměnových trzích uzavírány i v jiných měnách, jako je anglická libra, švýcarský frank, francouzský frank, kanadský dolar aj.

Největší euroměnový trh se nachází v Londýně. Další významné trhy jsou v Paříži, Bruselu, Lucemburku, Frankfurtu, Curichu, Tokiu, New Yorku, ale také v Singapuru, Honkongu, Bahreinu, na Bahamách a Karibských ostrovech.

Euroměnové trhy jsou trhy bankovní. To znamená, že přinejmenším jedním ze zúčastněných partnerů je vždy banka — eurobanka. U většiny eurobank se však nejedná o samostatné speciální instituce zaměřené pouze na operace na euroměnových trzích, nýbrž pouze o oddělení bank, které provozují současně i jiné bankovní aktivity. Mnoho významných eurobank je zahraničními pobočkami amerických, japonských, britských nebo německých bank.

Pasivní obchody eurobank jsou většinou uskutečňovány ve formě termínovaných depozit, depozitních certifikátů nebo floating rate notes (bližší viz s. 506). Mezi aktivními operacemi zaujímají rozhodující podíl úvěry bankám, podnikům a vládě. Doba splatnosti úvěrů se pohybuje v rozpětí od velmi krátkodobých (tzn.

* Ing. Jana Marková, CSc., katedra měnové teorie a politiky VŠE Praha

Redakce příspěvek obdržela 22. 2. 1994.

od dvou dnů) až k několikaletým. Objem jednotlivých kontraktů je zpravidla velmi vysoký. Euroúvěry dosahují často částek od 100 mil. USD, příp. DEM výše.

Euroměnové trhy jsou v převažující míře trhy mezibankovní. Mezibankovní obchody převyšují nebankovní 2- až 3krát. Přesto však plní i tyto banky své zprostředkovatelské funkce, tj. přerozdělování dočasně volných peněžních prostředků mezi dlužníky a věřiteli. Od národních bank se liší pouze tím, že na euroměnových trzích nevystupuje pouze jedna banka, ale zpravidla mezi sebou obchoduje celý řetěz bank. Podstatou tohoto transakčního řetězce je snaha využít rozdílů úrokových sazeb na jednotlivých trzích, jakož i snížení možného rizika.

Úrokové sazby na euroměnových trzích se pohybují kolem IBOR (Interbank Offered Rates), což je úroková sazba na euroměnovém mezibankovním trhu depozit. Při této úrokové sazbě si poskytují úvěry jednotlivé eurobanky. Nebankovní věřitelé obdrží zpravidla úrok pod IBOR, zatímco nebankovní dlužníci platí přírážku k IBOR v závislosti na svém úvěrovém riziku. U většiny úvěrů, ale i depozit jsou předem dohodnuty úrokové sazby v rámci pevně stanovené přírážky nebo srážky k platné IBOR. Touto tzv. roll-over dohodou se banky snaží snížit riziko vyplývající z termínových operací.

Euroměnový trh patří k nejdynamičtější se rozvíjejícím finančním trhům. Objem úvěrů včetně mezibankovních operací na tomto trhu vzrostl z takřka nuly v roce 1960 na 5 758 mld. USD v roce 1991 a bez mezibankovních operací na 3 270 mld. USD. Celkový objem depozit dosáhl výše 5 909 mld. USD. Roční tempo růstu operací na euroměnových trzích dosahuje v průměru 20 %.

Mezi hlavní impulzy, které vedly k vytvoření a následnému prudkému rozvoji operací na euroměnových trzích, patří:

- omezené možnosti využití národních měn při poskytování úvěrů do zahraničí. Na tuto skutečnost reagovaly anglické obchodní banky, které začaly poskytovat koncem 50. let úvěry do zahraničí v USD. Potřebná depozita v USD získávaly díky atraktivním úrokovým sazbám;

- ukládání dolarových depozit Sovětským svazem mimo území USA. Motivem byla obava ze zmrazení těchto depozit Spojenými státy v období studené války;

- vnitřní měnová politika USA v letech 1963 až 1978 zaměřená na znevýhodňování vývozu kapitálu z USA formou úvěrových restrikcí, kontrolou pohybu kapitálu a regulací úrokových sazeb (např. zavedení úrokové vyrovnávací daně, ustanovení „Q“ Federálního rezervního systému, na základě kterého byly stanoveny maximální výše úrokových sazeb pro jednotlivé druhy depozit, aj.).

Často je prudký růst operací na euroměnových trzích spojován s deficitem výkonové bilance USA. Toto tvrzení však není opodstatněné, a to hned ze tří důvodů. Za prvé, americké zahraniční závazky z titulu dovozu zboží a služeb nemusejí být denominovány pouze v USD. Za druhé, deficit výkonové bilance USA nemusí být nezbytně spojen s velkým odlivem likvidních prostředků, ale k vyrovnání může dojít i přílivem přímých zahraničních investic nebo nákupem cenných papírů zahraničními subjekty. A za třetí, euroměnové trhy se skládají současně z depozit a úvěrů. To tedy znamená, že analogie by mohla být pouze mezi deficitem výkonové bilance USA a rozdílem mezi depozity a úvěry na euroměnových trzích, nikoliv však v jejich absolutní výši.

Vzhledem k tomu, že výše uváděné argumenty rychlé expanze operací na euroměnových trzích v počátečních fázích postupně odpadly a argument výkonové bilance USA není nezvratný, je zřejmé, že příčiny neustávajícího růstu operací euroměnových trhů spočívají v jiných oblastech.

Mezi hlavní příčiny nepochybně patří nízké náklady těchto operací a lepší možnost diverzifikace rizika. Nízké náklady jednak souvisejí s tím, že tyto trhy nepodléhají národním regulačním opatřením, jednak jsou dány specifičností operací na těchto trzích. Příčinou nízkých nákladů jsou tyto skutečnosti:

- eurobanky nepodléhají národním předpisům o tvorbě neúročených povinných minimálních rezerv. Tím tyto banky šetří náklady spojené s držbou těchto rezerv, které dosahují kolem 25 % depozit;
- eurobanky provádějí často své operace v zemích, v nichž existují výhodnější předpisy o povinné výši vlastního kapitálu a pravidlech likvidity, než platí v zemi jejich sídla;
- eurobanky se rovněž nemusejí podílet na tvorbě fondu pojištění depozit;
- držba dobrovolných rezerv eurobank je díky existenci dobře fungujícího mezibankovního trhu a existujícím vzájemným úvěrovým linkám velmi nízká. Tyto rezervy většinou tvoří úročená aktiva;
- stanovení poměrně velmi vysoké minimální částky obchodovaných depozit snižuje náklady tvorby těchto depozit. Tyto náklady jsou pak ve srovnání s náklady národních bank, které mobilizují depozita i v malých částkách, podstatně nižší. Další úspora nákladů souvisí se standardizací pasivních operací;
- vysoké částky poskytovaných úvěrů snižují náklady spojené s těmito aktivními operacemi. Rovněž se snižují náklady na ověření úvěrové důvěryhodnosti dlužníků, neboť se zpravidla vždy jedná o známé banky nebo velké podniky;
- eurobanky provozují své obchody většinou v oblastech, v nichž je relativně nižší zdanění (daňové oázy).

K diverzifikaci rizika na euroměnových trzích přispívá využívání těchto nástrojů:

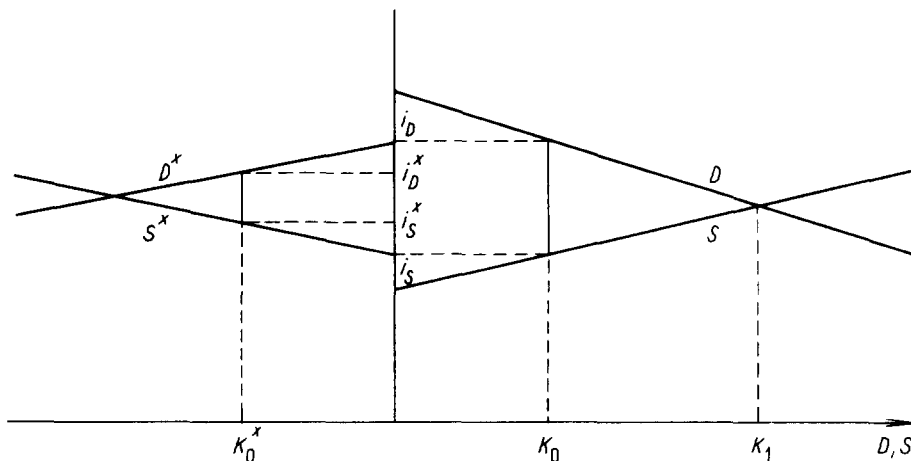
- konsorciální úvěry, které přispívají ke snížení rizika plynoucího pro jednotlivé banky z nízké bonity dlužníka;
- roll-over-credit. Jde o zvláštní druhy úvěrů, u kterých se úroková sazba vypočítává v jednotlivých periodách (zpravidla 3—6 měsíců) v závislosti na vývoji úrokových sazeb na mezinárodních finančních trzích. Využití tohoto nástroje by mělo přispět ke snížení úrokového rizika plynoucího z rozdílných termínů u aktivních a pasivních operací;
- na euroměnových trzích neustále dochází k inovaci finančních instrumentů, které přispívají ke snižování kurzového a úrokového rizika (úrokové a měnové swapy, „floating rate notes“ = typ obligace s dobou splatnosti 5—7 let, přičemž se záručení přizpůsobuje podmínkám trhu každých 6 měsíců).

Díky nízkým nákladům a malému riziku mohou jednotlivé eurobanky pracovat s menším „spreadem“, tedy s menší diferencí mezi úroky z poskytnutých úvěrů a přijatých depozit, než národní banky. Na malém rozpětí má svůj podíl i vysoký stupeň konkurence. Na euroměnových trzích tak mohou být úroky z depozit vyšší a naopak úroky z úvěrů nižší než na národních finančních trzích.

Přesto euroměnové trhy nejsou zcela oddělené od národních finančních trhů. Tyto trhy jsou spolu vzájemně propojené především přes arbitrážní operace a rezervy, které mají eurobank uloženy u národních bank. Vzájemné vztahy mezi těmito trhy je možné zjednodušeně znázornit *grafem č. 1*.

Na pravé straně grafu představuje D poptávku po úvěrech a S nabídku depozit v národních měnách na vnitřním finančním trhu. Poptávka má negativní sklon, neboť s klesajícím úrokem bude více investičních projektů rentabilních, a tím také poroste poptávka po úvěrech. Naopak, nabídková křivka má pozitivní sklon, protože spořitelé jsou ochotni při rostoucích úrocích více omezit svoji spotřebu a držet větší množství depozit u bank. Bod K_1 je bodem tržní rovnováhy. V tomto bodě se poptávka po úvěrech rovná nabízenému množství depozit a zároveň je úrok z depozit shodný s úrokem z úvěrů.

Zahrnutím transakčních nákladů národních bank se úrokové sazby z úvěrů zvýší na i_D a úrokové sazby z depozit klesnou na i_S . Rovnováha mezi nabídkou depozit a poptávkou po úvěrech na vnitřním trhu pak nastává v bodě K_0 . Přebytková nabídka depozit a poptávka po úvěrech denominovaných v národních mě-



nách se přesune na euroměnový trh, kde jsou v důsledku nižších transakčních nákladů nižší úroky z úvěrů a vyšší úroky z depozit než na vnitřním trhu. Tím dojde k rozšíření úvěrového trhu, které je znázorněno na levé straně výše uvedeného grafu. Křivky nabídky depozit a poptávky po úvěrech se nacházejí na úrovni relevantních úrokových sazeb vnitřního trhu. To je dáno tím, že věřitelé budou ochotni vystupovat na euroměnových trzích pouze tehdy, pokud tam mají možnost získat za svá depozita alespoň takové úroky jako na vnitřním trhu, a naopak dlužníci si zde budou vypůjčovat pouze v případě, že úrokové sazby z úvěrů budou nižší než na vnitřním trhu. Z grafu pak vyplývá, že úroky na euroměnovém trhu se pohybují uvnitř koridoru, který je vymezen výhradně faktory vnitřního úvěrového trhu. Při předpokládané diferenci mezi úroky z úvěrů i_D^x a úroky z depozit i_S^x se rovnováha mezi poptávkou po úvěrech a nabídkou depozit nachází v bodě K_0^x . V důsledku existence eurotrhu tak dochází k rozšíření nabídky depozit a poptávky po úvěrech denominovaných v národních měnách.

Rychlý růst operací na euroměnových trzích vyvolává otázku, jak jsou tyto trhy propojeny s národními finančními trhy a zda na nich nemůže docházet k neomezené tvorbě depozit a úvěrů s odpovídajícími inflačními účinky. O složitosti a závažnosti této otázky svědčí názorová odlišnost, se kterou se můžeme setkat u jednotlivých teoretických přístupů ke zkoumání dané problematiky.

Na základě analýzy portfolia nabídky depozit a poptávky po úvěrech na euroměnových trzích docházejí Hewson-Sakakibara [1975] k závěru, že výsledný depozitní multiplikátor ovlivněný přesunem depozit z národního trhu na eurotrhy může nabývat pouze hodnoty 0 až 1. Tento závěr odvozují z následujících vztahů mezi nabídkou depozit S^x a poptávkou po úvěrech D^x na euroměnovém trhu. Pro jednoduchost abstrahuji od transakčních nákladů a uvažuji pouze jednu úrokovou sazbu. Tento vztah lze znázornit takto:

$$\begin{aligned} D^x &= D^x(i^x \dots) \\ S^x &= S^x(i^x \dots) + \alpha \\ D^x &= S^x \end{aligned}$$

α je parametr, který vyjadřuje preferenci tvorby eurodepozit.

Změnu preference ve prospěch eurodepozit vyvolává následující úrokový efekt:

$$\frac{di^x}{d\alpha} = \frac{-1}{\frac{\partial S^x}{\partial i^x} - \frac{\partial D^x}{\partial i^x}}$$

Tento výraz je jednoznačně záporný; to znamená, že přesun depozit z národních trhů na eurotrhy vede ke snížení úrokových sazeb na tomto trhu.

Vliv přesunu depozit na tvorbu eurodepozit je možné vyjádřit takto:

$$\begin{aligned} \frac{dS^x}{d\alpha} &= 1 + \frac{\partial S^x}{\partial i^x} \cdot \frac{di^x}{d\alpha} = \\ &= 1 - \frac{\frac{\partial S^x}{\partial i^x}}{\frac{\partial S^x}{\partial i^x} - \frac{\partial D^x}{\partial i^x}} = \\ &= \frac{-\frac{\partial D^x}{\partial i^x}}{\frac{\partial S^x}{\partial i^x} - \frac{\partial D^x}{\partial i^x}} = \frac{\partial D^x}{\partial i^x} \end{aligned}$$

Tento výraz je depozitním multiplikátorem euroměnového trhu. Je roven 0 při absolutní úrokové nepružnosti poptávky po úvěrech, tj. v případě, kdy je výraz $\frac{\partial D^x}{\partial i^x} = 0$, anebo při úplné úrokové elasticitě nabídky depozit $\frac{\partial S^x}{\partial i^x} = \infty$. Naopak je roven 1 při $\frac{\partial D^x}{\partial i^x} = \infty$ anebo $\frac{\partial S^x}{\partial i^x} = 0$.

Výše uvedené závěry o vlivu přesunu depozit na změny úrokové sazby a tvorbu depozit na euroměnových trzích však platí pouze za velmi omezených předpokladů. V uvedené rovnici není zahrnut zpětný vliv euroměnového trhu na domácí finanční trhy. Eurobanky jsou považovány za čisté mezinárodní finanční subjekty, které nemají žádný vliv na změnu úroků ani na nabídku depozit a poptávku po úvěrech. Eurotrhům je tak upírána schopnost podílet se na multiplikaci depozit a úvěrů. Eurotrhy mohou dokonce přispívat ke snižování množství depozit a úvěrů na agregovaném euroměnovém a vnitřním trhu. K tomu dochází v případě, kdy přesun depozit vyvolá větší negativní účinek multiplikace depozit na vnitřním trhu, než je pozitivní účinek multiplikace depozit na euroměnovém trhu. Rovněž se abstrahuje od vlivu přesunu depozit na změnu rezerv a od jejich vlivu na peněžní zásobu.

Celkově je tedy možné říci, že závěry výše uvedené analýzy vlivu přesunu depozit z vnitřních trhů na euroměnové trhy mají pouze omezenou vypovídací schopnost. Především nevysvětlují příčiny prudkého růstu operací na těchto trzích.

Realističtější pohled na procesy probíhající na euroměnových trzích poskytuje analýza bankovních operací v rámci třístupňové bankovní soustavy tvořené národní centrální emisní bankou, národní obchodní bankou a eurobankou [Willms 1976], [Niehans 1987]. Východiskem této analýzy je zjednodušené schéma bilancí těchto institucí, ve kterém je abstrahováno jak od číselného vyjádření, tak od závislosti jednotlivých proměnných veličin na úroku.

CEB		OB		EB		NBI	
B	R	R	D	R^x	D^x	D	U
		U	R^x	U^x		D^x	U^x
						$\vdots$	$\vdots$

Peněžní zásoba M se skládá z vnitřních depozit a z eurodepozit:

$$M = D + D^x \quad (1)$$

Mezi eurodepozity a peněžní zásobou existuje lineární vztah:

$$D^x = bM + \alpha \quad (2)$$

Eurobanky udržují podíl r^x ze svých depozit u národních obchodních bank jako své rezervy R^x :

$$R^x = r^x D^x \quad (3)$$

Národní obchodní banky musejí držet podíl r z celkového objemu depozit u centrální emisní banky jako povinné minimální rezervy R :

$$R = r(D + R^x) \quad (4)$$

Výše rezerv stanovená centrální emisní bankou je identická s výší měnové báze:

$$B = R \quad (5)$$

Peněžní multiplikátor je pak možné určit dosazením rovnice (4) do rovnice (5):

$$B = r(D + R^x) \quad (6)$$

následně pak rovnice (1) do rovnice (6):

$$B = r[M - (1 - r^x)D^x] \quad (7)$$

Dosazením rovnice (2) do rovnice (7) dostaneme:

$$B = r[M - (1 - r^x)(bM + \alpha)] \quad (8)$$

Derivováním této rovnice podle α dostaneme:

$$\frac{dB}{d\alpha} = r \left(\frac{dM}{d\alpha} - (1 - r^x) \cdot \left(b \cdot \frac{dM}{d\alpha} + 1 \right) \right) \quad (9)$$

Za předpokladu konstantní měnové báze $\left(\frac{dB}{d\alpha} = 0 \right)$ bude:

$$\frac{dM}{d\alpha} [1 - (1 - r^x)b] = (1 - r^x) \quad (10)$$

Vliv přesunu depozit z vnitřní ekonomiky na euroměnové trhy je možné zjistit derivací rovnice (2):

$$\frac{dD^x}{d\alpha} = b \frac{dM}{d\alpha} + 1 \quad (11)$$

Dosazením rovnice (10) do rovnice (11) vypočteme depozitní multiplikátor euroměnového trhu:

$$\frac{dD^x}{d\alpha} = \frac{1}{1 - b(1 - r^x)} \quad (12)$$

TABULKA č. 1 Hypotetická hodnota depozitního multiplikátoru euroměnového trhu

b	r^x	0,02	0,05	0,10
0,05		1,0515	1,0499	1,0471
0,10		1,1086	1,1050	1,0989
0,20		1,2438	1,2346	1,2195
0,50		1,9608	1,9048	1,8182

Tento výraz může nabývat hodnoty od 1 do ∞ . Hodnoty 1 nabývá tehdy, když eurobanky udržují celou výši depozit ve formě rezerv u domácích obchodních bank ($r^x = 1$) anebo když $b = 0$. Nekonečné hodnoty dosahuje, pokud eurobanky neudržují u obchodních bank žádné rezervy ($r^x = 0$) a peněžní zásoba je tvořena výlučně eurodepozity ($b = 1$). Z tabulky č. 1, ve které se vychází z reálnějších údajů o výši koeficientů r^x a b , je zřejmé, že hypotetická hodnota depozitního multiplikátoru euroměnového trhu se pohybuje mezi 1 a 2. Multiplikátor je tím větší, čím nižší je hodnota r^x a čím vyšší je koeficient b .

Analýza procesů probíhajících na euroměnových trzích má význam nejen z hlediska vývoje depozit, ale především z hlediska jejich vlivu na peněžní zásobu. Při přesunu depozit z domácích bank na eurobanky je možné z rovnice (10) odvodit peněžní multiplikátor:

$$\frac{dM}{d\alpha} = \frac{1 - r^x}{1 - b(1 - r^x)} \quad (13)$$

Tento multiplikátor je nepatrně menší než depozitní multiplikátor euroměnového trhu. Příčinou je skutečnost, že účinky tvorby rezerv z eurodepozit na tvorbu depozit na domácím trhu jsou omezené.

V předchozí analýze nebyly zohledněny multiplikační vztahy mezi měnovou bází a peněžní zásobou. Tento multiplikátor je možné odvodit z rovnice (8) za předpokladu, že $\alpha = 0$:

$$B = r(1 - b(1 - r^x))M \quad (14)$$

Derivací dostaneme multiplikátor měnové báze:

$$\frac{dM}{dB} = \frac{1}{r(1 - b(1 - r^x))} \quad (15)$$

Velikost tohoto multiplikátoru závisí kromě r^x a b především na míře povinných minimálních rezerv r . Při míře povinných minimálních rezerv 10 % a při použití hodnot r^x a b z předchozí tabulky bude multiplikátor měnové báze nabývat hodnot uvedených v tabulce č. 2.

TABULKA č. 2 Hypotetická hodnota multiplikátoru měnové báze ($r = 10\%$)

b	r^x	0,02	0,05	0,10
0,05		10,5152	10,4987	10,4712
0,10		11,0865	11,0497	10,9890
0,20		12,4378	12,3457	12,1951
0,50		19,6078	19,0476	18,1818

Uvedené hodnoty multiplikátoru ukazují, že v důsledku existence euroměnových trhů dochází k značnému nárůstu peněžní zásoby. Bez vlivu euroměnového trhu by byl peněžní multiplikátor $1/r$; tzn. že by při $r = 0,10$ dosáhl hodnoty 10. V důsledku existence euroměnového trhu může multiplikátor měnové báze dosáhnout až dvojnásobné hodnoty (při reálné hodnotě koeficientů r^x a b). Tohoto efektu je v podstatě dosaženo tím, že jednotka depozita na vnitřním trhu je s měnovou bází propojená přes r , zatímco jednotka eurodepozita ovlivní měnovou bází v rozsahu rr^x . Přesunem depozit na euroměnové trhy je dopad na měnovou bází menší v rozsahu $-rd\alpha$, ale vede současně ke zvýšení měnové báze v rozsahu $rr^x d\alpha$. V rozsahu rozdílu $-r(1 - r^x)d\alpha$ — pak může docházet k nové expanzi depozit.

Vypočtené hodnoty multiplikátoru platí pouze pro konstantní hodnoty základních koeficientů. Na euroměnových trzích však dochází k neustálým pohybům koeficientů r^x a b , takže vztahy mezi měnovou bází a peněžní zásobou rozšířenou o eurodepozita jsou rovněž nestabilní. Hodnota multiplikátoru euroměnového trhu nemůže být proto chápána jako řídicí nástroj, ale pouze jako analytický nástroj, na jehož základě lze vysvětlit proces tvorby peněz.

Předcházející analýza ukázala na propojenost euroměnových trhů s trhy národními. Euroměnové trhy se podílejí nemalou měrou na tvorbě peněžní zásoby. Z toho by mohly být vyvozeny závěry, že tyto trhy jsou pod kontrolou měnových politik jednotlivých zemí. Ve skutečnosti je však tato problematika daleko složitější. Z existence euroměnových trhů vyplývají pro měnovou politiku jednotlivých zemí následující tři hlavní problémy:

1. nekontrolovatelná tvorba peněz na euroměnových trzích,
2. omezené působení národních peněžních agregátů jako indikátorů a mezistupňů měnové politiky,
3. pohyby měnového kurzu vyvolané vyšší mezinárodní mobilitou kapitálu.

Jako reakce na tyto problémy se především ze strany centrálních bank navrhuje rozšířit regulativní opatření národních bank i na eurobanky. To by zejména znamenalo zavedení povinných minimálních rezerv pro eurobanky a zavedení mezinárodního bankovního dohledu, dále pak mezinárodní sjednocení výše základního kapitálu, pravidel likvidity aj.

Rozšíření povinných minimálních rezerv na eurobanky zatím naráží na nepřekonatelné potíže. Aby byl tento nástroj účinný, bylo by nutné dosáhnout jeho harmonizace v mezinárodním měřítku. V řadě zemí však není politika minimálních rezerv vůbec využívána a v některých představuje pouze nevýznamný regulační nástroj. Tyto země budou projevovat pouze malou ochotu přizpůsobit se politice minimálních rezerv v zemích s vysokými sazbami. Naopak osvobození od povinných minimálních rezerv představuje územní výhodu, která má vliv na umístění eurobanky. Proto také nelze očekávat zájem ze strany těchto zemí na uzavírání mezinárodních dohod o rozšíření politiky minimálních rezerv na eurobanky.

Obtížné se rovněž prosazuje internacionalizace bankovního dohledu a dalších opatření, která by ovlivnila konkurenci mezi bankami, jako jsou např. zdanění úrokových příjmů, zveřejňování nebo anonymita údajů o úrokových příjmech i obchodech jak tuzemců, tak cizozemců aj.

Na druhé straně se však nabízí otázka, zda je regulace v takovémto rozsahu z hlediska záměrů měnové politiky vůbec nutná, tzn. zda skutečně euroměnové trhy ve třech výše uvedených bodech trvale omezují působení měnové politiky.

Ve vztahu k tvorbě peněžní zásoby je možné ukázat, že euroměnové trhy sice představují velký potenciál tvorby depozit, ale jejich postavení v peněžním systému se nemění. Úrokové sazby na euroměnových trzích jsou úzce propojeny s úrokovými sazbami na národních finančních trzích. Zvýší-li se úrokové sazby na národních finančních trzích jako důsledek restriktivní měnové politiky, dojde

zpravidla současně jak na národních, tak na euroměnových trzích ke snížení objemu úvěrů, a tím i peněžní zásoby. To však nevylučuje přechodný protichůdný vývoj na těchto trzích, který by mohl dočasně podporovat inflační tendence. Nelze je však považovat za příčinu inflačního vývoje [Issing 1987]. Tento závěr je možné doložit skutečností, že míra inflace v průmyslově vyspělých zemích může i přes expanzi euroměnových trhů trvale klesat.

Dalším problémem měnové politiky, jenž vyplývá z existence euroměnových trhů, je omezené působení národních peněžních agregátů jako indikátorů měnové politiky. Tento problém souvisí s možností plynulého přechodu mezi penězi a kvazipenězi, a tím i s vyšším stupněm substituce mezi různými druhy měnových aktiv. To se týká eurodepozit a termínovaných depozit, které by však mohly plnit funkce platebního prostředku pouze po přeměně na domácí depozita. Pokud je však jako indikátor měnové politiky využíván agregát $M1$ (oběživo, depozita na viděnou), nevzniká z existence euroměnového trhu pro národní měnovou politiku žádný problém. Problém může nastat pouze tehdy, je-li jako indikátor využíván rozšířený měnový agregát. Pak vzniká otázka, zda eurodepozita do peněžní zásoby zahrnuta být mají, nebo nikoliv.

Pokud např. Bundesbank opírá svoji měnovou politiku o měnový agregát $M3$ ($M1$ + termínované a úsporové vklady), měla by být do tohoto agregátu zahrnuta i eurodepozita v DEM. Vzhledem k vysoké variabilitě jejich růstu by se však značně snížila kvalita tohoto agregátu. Proto je také opodstatněné rozhodnutí této banky o využívání rozšířeného měnového agregátu $M3$, do kterého nejsou zahrnuta eurodepozita v DEM.

Rovněž tak nelze jednoznačně určit vliv euroměnových trhů na pohyb měnových kurzů. Pokud jsou pohledávky a závazky mezi eurobankami vyrovnávány v národní měně, neovlivní euroměnové trhy saldo platební bilance ani pohyb měnového kurzu. Kurzový efekt nastává pouze v případě odchylky vyvolané mezinárodním pohybem kapitálu. Podíl eurobank na tomto pohybu kapitálu je však malý. Proto je sporné, zda eurobanky skutečně ovlivňují čistou majetkovou pozici země. Z velkého růstu objemu operací na euroměnových trzích však nelze odvodit žádný vliv na měnový kurz. Skutečnost, že se zemím ES daří i přes existenci euroměnových trhů udržet stabilní měnový kurz svých měn vůči DEM, svědčí o tom, že euroměnové trhy měnové kurzy nede stabilizují.

Tyto úvahy vedou k závěru, že neexistuje potřeba rozsáhlé regulace euroměnových trhů. Tato regulace by výrazně omezila velké přednosti těchto trhů, kterými jsou zintenzivňování konkurence, finanční inovace a možnost realizace vyšších zisků z větší alokace kapitálu. Navíc země s větší regulací by ztrácely na atraktivnosti pro eurobanky; to by mohlo vést k přesunům bankovních obchodů a k přemísťování bank. Na druhé straně je však žádoucí taková mezinárodní regulace, která by vedla ke zvýšení důvěryhodnosti a jistoty fungování bankovního systému jako celku. K takovým regulativním opatřením patří v roce 1993 uzavřená dohoda mezi členskými zeměmi ES o povinné výši základního kapitálu obchodních bank. Regulace je také žádoucí u objemu mimobilančních operací, které výraznou měrou ovlivňují riziko bonity a likvidity.

Z výše uvedených důvodů je velice obtížné dosáhnout mezinárodní dohody v oblasti regulace bank. Navíc by tato opatření vyžadovala vytvořit nadnárodní úřad bankovního dohledu, který by sledoval plnění přijatých dohod. O vytvoření těchto orgánů se však zatím neuvažuje. Na druhé straně existují snahy o zajištění kontroly obchodní činnosti eurobank tím, že operace těchto bank budou zahrnuty do konsolidované bilance v domácí zemi banky, a tím budou podléhat platným regulačním opatřením v těchto zemích. Tato regulace by měla výhodu v tom, že na jedné straně by bylo dosaženo určité disciplíny bank a na druhé straně by nedošlo k omezení konkurence na mezinárodních finančních trzích.

Bank für internationalen Zahlungsausgleich: Entwicklung des internationalen Bankgeschäfts und der internationalen Finanzmärkte. Basel, November 1991.

FUHRMANN, W.: Das heimische Geld- und Kreditangebot einer Euro-Währung. Kredit und Kapital, 1976, č. 12.

HEWSON, J. — SAKAKIBARA, E.: The Euro-Dollar Deposit Multiplier: A Portfolio Approach. IMF Staff Papers, Vol. 21, 1975.

ISSING, O.: Der Euro-DM-Markt und die deutsche Geldpolitik. In: Gutowski, A.: Geldpolitische Regulierung: Theoretische Entwicklungen und empirische Befunde. Berlin 1987.

MALLIAROPULOS, D.: Euromärkte und Finanzmärkte. Frankfurt 1990.

WILLMS, M.: Internationale Währungspolitik. München 1992.

WILLMS, M.: Money Creation in the Euro-Currency Market. Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 112, 1976.

ZUMPFORT, W.—D.: Untersuchungen zum Wachstum des Eurodollarmarktes. Tübingen 1977.

SUMMARY

Monetary Impacts of Euro-Currency Market and Possibilities of Their Elimination

Jana MARKOVÁ, Prague School of Economics

This article intends to show some mutual connections between the euro-currency and national markets. The first part contains the description of the euro-currency market and of the most important factors which influenced the foundation and development of these markets.

The other part is devoted to some theoretical approaches to analyzing the impacts of euro-currency market operations on the internal monetary stability. The final part shows the problems following from the existence of euro-currency market for the internal monetary policies of individual countries. These include the influence on the money supply, exchange rate movements, and the problem of recording the chosen monetary aggregates as monetary policy indicators.

The effort to solve these problems concludes that there is a need for regulation of the euro-currency market on the national as well as supranational levels. So far it is evident that it will be very difficult to reach an international agreement for bank regulation which would increase the credibility and minimize the risk to the banking system and at the same way would not endanger the competition of international financial markets.