

ZBYNĚK REVENDA / MARTIN MANDEL / JAN KODERA
PETR MUSÍLEK / PETR DVOŘÁK

PENĚŽNÍ EKONOMIE A BANKOVNICTVÍ

5. aktualizované vydání

MANAGEMENT PRESS, PRAHA 2012

Autoři kapitol:

Prof. Ing. Zbyněk Revenda, CSc.: kapitoly 1, 9, 10

Prof. Ing. Martin Mandel, CSc.: kapitoly 13, 14, 15, 16

Prof. RNDr. Jan Kodera, CSc.: kapitoly 2, 11, 12

Prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D.: subkapitoly 3.1, 3.4 – 3.6, kapitola 5, subkapitoly 6.1 – 6.5, kapitoly 7, 8

Doc. Ing. Petr Dvořák, Ph.D.: subkapitoly 3.2, 3.3, kapitola 4, subkapitola 6.6

Odborný oponent: **Ing. Petr Zahradník, MSc.**

© Zbyněk Revenda, Martin Mandel, Jan Kodera, Petr Musílek, Petr Dvořák, 1996, 1997, 2000, 2005, 2012

Cover design © Petr Foltera, 2012

Všechna práva vyhrazena

ISBN 978-80-7261-240-6

OBSAH

Předmluva k 5. vydání	9
I. část PENÍZE A ÚROK	11
1. Peníze	13
1.1 Definice peněz	14
1.2 Vývoj emise peněz a peněžního oběhu	21
1.3 Emise a oběh peněz v současnosti	33
1.4 Měnové unie	39
1.5 Další varianty peněžních systémů	42
2. Úroková míra	44
2.1 Definice a vývoj názorů na úrokovou míru	44
2.2 Neoklasická teorie úrokové míry	45
2.3 Teorie zápůjčních fondů	50
2.4 Teorie preference likvidity	55
2.5 Reálná a nominální úroková míra	58
2.6 Jednoduché a složené úročení	59
2.7 Riziková a časová struktura úrokových měř	63
II. část FINANČNÍ SYSTÉM	67
3. Finanční trh	69
3.1 Modely alokace finančních prostředků na finančním trhu	69
3.2 Struktura a institucionální uspořádání finančního trhu	70
3.3 Finanční zprostředkovatelé	76
3.4 Regulace trhu cenných papírů	78
3.5 Trendy na světových finančních trzích	79
3.6 Globální finanční krize	83
4. Obchodní bankovníctví	86
4.1 Banky a bankovní systém	86
4.2 Bilance banky a výkaz zisku a ztráty	89
4.3 Bankovní rizika a základní principy jejich řízení	95
4.4 Systematizace bankovních produktů	97
4.5 Bankovní finančně úvěrové produkty	98
4.6 Depozitní (vkladové) bankovní produkty	105
4.7 Platebně zúčtovací bankovní produkty	108

5. Instituce kapitálových trhů	115
5.1 Vymezení investičního bankovníctví	115
5.2 Obchodník s cennými papíry a investiční obchody	119
5.3 Instituce kolektivního investování	124
5.4 České kolektivní investování	127
5.5 Instituce penzijního investování	130
5.6 České penzijní připojištění	134
III. část TRHY CENNÝCH PAPIRŮ	139
6. Teorie a praxe investování	141
6.1 Poptávka po investičních instrumentech	141
6.2 Investiční instrumenty	148
6.3 Akciové instrumenty	151
6.4 Chování cen akcií	153
6.5 Dluhové instrumenty	169
6.6 Finanční deriváty	174
7. Investiční management	188
7.1 Selektivní model Markowitz	188
7.2 Jednoduchý indexní model	194
7.3 Teorie kapitálového trhu	195
7.4 Přímka kapitálového trhu	197
7.5 Model oceňování kapitálových aktiv	197
8. Burzovní a mimoburzovní trhy	201
8.1 Burzovní trh a jeho regulace	201
8.2 Burzovní systém	204
8.3 Mimoburzovní trhy	206
8.4 České sekundární trhy	207
IV. část CENTRÁLNÍ BANKOVNICTVÍ	211
9. Centrální banka	213
9.1 Vznik centrální banky	213
9.2 Funkce centrální banky	214
9.3 Bilance centrální banky	219
9.4 Nástroje měnové politiky	225
9.5 Samostatnost centrální banky v měnové politice	239
9.6 Česká národní banka	243
10. Bankovní regulace a dohled	247
10.1 Subjekty regulace a dohledu bank	247
10.2 Regulace vstupu do bankovní sféry	248
10.3 Základní pravidla činnosti bank	249
10.4 Povinné pojištění vkladů	256

10.5	Centrální banka jako věřitel poslední instance	258
10.6	Dohled bank	260
10.7	Regulace a dohled bank v České republice	261
10.8	Nutnost regulace a dohledu bank	263
V. část MĚNOVÁ TEORIE A POLITIKA		269
11.	Poptávka po penězích	271
11.1	Hlavní teoretické přístupy k poptávce po penězích	271
11.2	Neoklasické teorie poptávky po penězích	272
11.3	Friedmanova teorie poptávky po penězích	276
11.4	Keynesovské teorie poptávky po penězích	280
12.	Nabídka peněz	284
12.1	Zjednodušená bilance centrální banky a komerčních bank	284
12.2	Řízení rezerv	285
12.3	Depozitní multiplikátor	287
12.4	Peněžní multiplikátor	292
12.5	Činitele ovlivňující přírůstek nabídky peněz	295
13.	Inflace a deflace	297
13.1	Inflace	297
13.2	Model <i>AS-AD</i> a jeho využití při analýze inflace	302
13.3	Deflace v ekonomice	314
14.	Měnová politika	320
14.1	Proces měnové politiky	321
14.2	Monetaristický peněžní transmisní mechanismus a problém exogenity peněz	336
14.3	Transmisní mechanismus založený na cílování inflace	345
VI. část MEZINÁRODNÍ FINANCE		357
15.	Měnový kurs a kursová politika	359
15.1	Platební bilance	359
15.2	Faktory ovlivňující pohyb měnového kursu	366
15.3	Systémy měnových kursů	379
16.	Devizový trh	388
16.1	Charakter, organizace a subjekty devizového trhu	388
16.2	Základní typy devizových operací	392
16.3	Motivace subjektů pro vstup na devizový trh	398
Summary		405
Literatura		407
Rejstřík		417

1.1 Definice peněz

Základním problémem při definování peněz je rozpor mezi teoretickým vymezením a jeho praktickou využitelností. Zaměříme-li se pouze na podstatu peněz, nepodaří se nám odpovědět na základní otázky vlivu peněz v ekonomice.

Vyjděme například z intuitivně chápané a empiricky mnohokrát potvrzené souvislosti mezi vývojem množství peněz v oběhu a vývojem cenové hladiny. Jistě přijmeme myšlenku, že vliv na ceny mohou mít pouze ty peníze, které jsou v oběhu, a nikoli peníze, které jsou v podobě úspor dočasně mimo oběh. Nyní si představme jednoduchý příklad, kdy máme v peněžence bankovky a mince v nominální hodnotě sto korun. Jsou tyto peníze v oběhu?

Pokud odpovíme kladně, lze namítnout, že odpověď není správná. Peníze jsou přece v peněžence, a co když je zde budeme mít třeba jeden rok? Za tyto peníze jeden rok nic nekoupíme a v oběhu tedy nejsou. Při záporné odpovědi se opět nevyhneme námitkám. Peníze jsou sice v peněžence, a tedy jakoby mimo oběh, ale kdykoli je můžeme použít na nákup. Potenciálně jsou v oběhu neustále.

Vše se dále komplikuje, přibereme-li do našich úvah vklady v bankách, nástroje platebního styku a další možnosti. Snadno pak zjistíme, že to, co plně vyhovuje našemu chápání peněz, ještě nemusí uspokojivě vysvětlit souvislosti, které od definice peněz požadujeme. Ekonomická teorie proto při definování peněz vychází nejen z podstaty peněz, ale i z potřeb praktického měření jejich množství. V tomto pojetí se rozlišují teoretické a empirické definice peněz.

Teoretické definice peněz

Za peníze v tom nejobecnějším vymezení lze teoreticky považovat jakékoli *aktivum, které je všeobecně přijímáno při placení za zboží a služby nebo při úhradách dluhů*.

Definice obsahuje důležitý aspekt všeobecnosti – zde v tom smyslu, že dané aktivum je přijímáno (v zásadě) *všemi subjekty* dané společnosti. Pokud tomu tak není, nejde o peníze, nýbrž pouze o jejich neumělou a obvykle jen časově velmi omezenou náhražku. Podstata peněz tak úzce souvisí s dvěma dalšími skutečnostmi, které již naše definice přímo neobsahuje – důvěryhodností a kupní silou peněz.

Důvěryhodnost peněz je podmínkou pro – všeobecné – přijímání peněz. Subjekty peníze přijímají, protože věří, že je mohou použít – při placení za zboží a služby a na úhrady dluhů. Je-li důvěryhodnost peněz narušena, vzniká řada problémů při jejich oběhu. Subjekty například preferují naturální transakce (zboží za zboží) nebo přijímání zahraničních měn. Přijímání peněz sice lze vynucovat (státem), ale jen do určité míry. Důvěryhodnost proto úzce souvisí především s ekonomickou kvalitou peněz ve smyslu určité míry stability jejich kupní síly.

Kupní síla peněz představuje množství zboží a služeb, které lze při existujících cenách za peníze získat. Může se měnit dvěma směry. V historii a především v současnosti je mnohem běžnější *pokles* kupní síly peněz, který je spojen s růstem cen zboží a služeb. Čím rychleji kupní síla peněz klesá, tím vyšší je nebezpečí ztráty

důvěryhodnosti peněz. Dané aktivum by tak mohlo přestat plnit roli peněz. *Růst* kupní síly peněz, na první pohled upevňující jejich důvěryhodnost, také není žádoucí – pokles cen, vedle mnoha jiných důsledků, může vyvolat vyčkávání subjektů na další snižování cen, oddalovat nákupy zboží a služeb a vést k výrazným problémům výrobců a obchodníků.

Z definice lze rovněž odvodit, že penězi nemusejí být pouze mince nebo papírky v podobě bankovek či státovek. Podoby peněz mohou nabývat a některé jejich funkce plnit i jiná aktiva.

V úloze peněz v minulosti vystupovaly sukno či dobytek. Název peníze v latině – pecunia – je odvozeninou právě od slova pecus – dobytek. V některých funkcích peněz se objevovaly obilí, sůl, čaj, kakaové boby nebo sýr. Podobu peněz dočasně nabývaly také kameny, peří kolibříků, mořské lastury, či dokonce psí zuby. Všechna tato aktiva však plnila funkce peněz jen dočasně a značně omezeně. Z těchto důvodů jsou za historicky první „opravdové“ peníze považovány až mince z drahých kovů.

V současnosti ve funkcích peněz částečně vystupují některé druhy cenných papírů a nejvýznamnější objem transakcí je uskutečňován „neviditelnými“ bezhotovostními penězi. Otázka podstaty peněz se tak posunuje k funkcím, které toto aktivum plní.

K teoretickým definicím peněz je vhodné uvést ještě dvě poznámky. Za první, naše definice je pouze jednou z více definic, které se vzájemně liší především různým důrazem kladeným na funkce, znaky či formy peněz.

Za druhé, peníze jsme definovali jako *aktivum* – to platí pro všechny subjekty s výjimkou toho, kdo peníze emituje, resp. vydává do oběhu. Pro emitenta jsou peníze pasivem – původně závazkem zpětného odkupu výměnou za aktiva. Povinnost zpětného odkupu, nejčastěji za drahé kovy, byla postupně omezována a nakonec zrušena. Klíčovou se tak stala opět důvěryhodnost peněz. Jsou-li peníze dostatečně důvěryhodné, lze očekávat jejich přijímání subjekty v ekonomice (i v zahraničí), a nikoli snahu vyměnit je za aktiva emitenta.

Funkce peněz

Podmínka všeobecného přijímání při placení za zboží a služby a úhradách dluhů vyjadřuje základní funkci, kterou každé aktivum v podobě peněz musí plnit – jde o *prostředek směny* (medium of exchange). Funkce rovněž do značné míry determinuje formu peněz. Již jen těžko můžeme očekávat, že by penězi byl například dobytek. Představme si, že bychom měli tele a chtěli koupit jednu židli v „ceně“ jedné třetiny našeho telete. Museli bychom asi nakonec koupit židle tři. Jak bychom své „peníze“ ukládali? Tyto „peníze“-dobytek musíme pravidelně krmit. Co když nám dobytek onemocní? Jedno tele je větší nebo zdravější než druhé. Zkrátka a dobře, dobytek by funkci prostředku směny nemohl plnit bez velkých problémů.

Jako nejvhodnější pro tuto funkci se nakonec v historii nejdříve ukázaly drahé kovy, především zlato a stříbro, které na sebe brzy vzaly podobu mincí. Proč právě drahé kovy?

Zlato a stříbro splňují téměř dokonale požadavky na prostředky, které by bylo mož-

4. Obchodní bankovníctví

Jedním z nejvýznamnějších finančních zprostředkovatelů v každé tržní ekonomice jsou obchodní banky. Tato kapitola vysvětluje základní principy činnosti bank, institucionální uspořádání bankovního systému a podstatu a způsob využití nejdůležitějších bankovních produktů.

4.1 Banky a bankovní systém

Banky¹ jsou ve své podstatě podniky (podnikatelské subjekty), které mají ovšem v srovnání s podniky v jiných odvětvích ekonomiky řadu specifických rysů, projevujících se v jejich postavení a celkovém významu v ekonomice. Proto je činnost bank upravena přísnějšími pravidly oproti obecné úpravě podnikání. *Základní cíl činnosti banky* (ať již definovaný jako maximalizace tržní ceny akcií či maximalizace zisku) je však shodný jako u kteréhokoli jiného podniku.

Z *funkčního hlediska* lze banku charakterizovat jako finančního zprostředkovatele, jehož hlavní náplní činnosti je přijímání vkladů, poskytování úvěrů a provádění platebního styku. Vzhledem k tomu, že se na činnost bank v mnoha směrech vztahuje odlišný režim ve srovnání s podniky v jiných oblastech, musí existovat zcela jednoznačné *právní vymezení banky*, které je obsaženo ve speciálním zákoně o bankovníctví. Náš zákon o bankách,² vycházející při definici banky z příslušné směrnice EU,³ stanoví, že banky musí splňovat následující čtyři základní podmínky:

- jde o *právní osoby se sídlem v České republice, založené jako akciové společnosti*;
- *přijímají vklady od veřejnosti*, přičemž vkladem se rozumějí svěřené peněžní prostředky, které představují závazek vůči vkladateli na jejich výplatu. Přijímání vkladů od veřejnosti u nás ze zákona smějí provádět výhradně banky;
- *poskytují úvěry*, za něž se považují v jakékoli formě dočasně poskytnuté peněžní prostředky;
- k výkonu bankovních činností mají *bankovní licenci*, kterou uděluje Česká národ-

¹ Pojmem „banka“ budeme v této kapitole rozumět všechny banky kromě banky centrální.

² Viz zákon č. 21/1992 o bankách.

³ Viz Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES z 20. března 2000 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu.

ní banka. K získání bankovní licence musí být ze strany žadatele splněny podmínky stanovené ČNB.⁴

Prostředí pro činnost bank – *bankovní prostředí* – je primárně upraveno zákonem o bankách, který stanoví podmínky pro vznik banky a její činnost, regulační rámec, je zde upraven i systém pojištění vkladů.

Bankovní prostředí je dále významným způsobem determinováno *opatřeními a vyhláškami České národní banky*, v nichž jsou konkretizovány některé podmínky pro činnost bank obecně stanovené v zákoně o bankách, výrazným způsobem ovlivňují bankovní prostředí i operativní nástroje měnové politiky, kterými ČNB přímo působí na činnost bank.⁵

Základní funkce bank

Banky plní v podmínkách tržní ekonomiky řadu funkcí, za základní je možné považovat:

- finanční zprostředkování,
- emise bezhotovostních peněz,
- provádění platebního styku,
- zprostředkování finančního investování na peněžním a kapitálovém trhu.

Finanční zprostředkování. Jak jsme již uvedli v předchozí kapitole, banky představují nejdůležitější instituce finančního zprostředkování, které zajišťují pohyb kapitálu od přebytkových k deficitním jednotkám. Jako podnikatelské subjekty provádějí tuto činnost na ziskovém principu, a tudíž se snaží umísťovat získané zdroje tam, kde přinášejí (při dané míře rizika) nejvyšší zhodnocení. Tento princip vytváří podmínky pro přelévání peněžních prostředků do těch oblastí, oborů či podniků, kde je jejich zhodnocení (při dané míře rizika) nejvyšší, a tudíž nejefektivnější.

Emise bezhotovostních peněz. Jedinou institucí ve státě, která může emitovat hotovostní peníze, je centrální banka. Bezhotovostní peníze, tj. peníze v podobě zápisů na bankovních účtech, však mohou emitovat kromě centrální banky i banky.⁶ Z toho vyplývá, že banky neposkytují úvěry pouze z přijatých depozit, nýbrž díky emisi bezhotovostních peněz mohou poskytovat úvěry nad rámec přijatých depozit.

Provádění platebního styku. Banky tím, že vedou účty pro velký počet svých klientů, mohou provádět jejich vzájemné platby bezhotovostním převodem na jejich účtech bez potřeby hotovostních peněz. Efektivní platební styk je jednou ze základních podmínek pro fungování tržní ekonomiky.

Zprostředkování finančního investování. Banky pro své klienty na jedné straně zabezpečují emisi cenných papírů, na straně druhé potom zprostředkovávají pro své klienty-investory i jejich nákupy, popř. jiné investiční obchody, jako např. úschovu a správu aktiv, obchody s finanční deriváty apod.

⁴ Podrobněji viz 10. kapitola.

⁵ Podrobněji viz 9. kapitola.

⁶ Podrobněji viz 9. a 12. kapitola.

Bankovní systém a formy jeho uspořádání

Bankovní systém v dané zemi tvoří centrální banka a síť obchodních bank, jejich vzájemné vztahy a rovněž jejich vztahy k okolí (podnikovému sektoru, domácnostem, státu, zahraničí). Funkce a způsob fungování bankovního systému jsou determinovány zejména existujícím ekonomickým prostředím v dané zemi, ale i tradicí, zapojením země do mezinárodní spolupráce atd.

Moderní bankovní systémy ve vyspělých zemích jsou založeny na dvoustupňovém principu.⁷ *Dvoustupňový bankovní systém* spočívá na institucionálním oddělení makroekonomické funkce, kterou zabezpečuje centrální banka, a mikroekonomické funkce, která je doménou sítě komerčních bank. Hlavním cílem centrální banky je zabezpečování měnové (popř. cenové) stability, obchodní banky naopak provádějí svou činnost na podnikatelském principu, s cílem dosahovat zisk.

V současných bankovních systémech jednoznačně převládá model univerzálního bankovníctví. Je založen na tom, že banky mohou poskytovat celou paletu bankovních produktů, to znamená jak klasické produkty komerčního bankovníctví (zejména přijímání vkladů, poskytování úvěrů, zprostředkování platebního styku), tak i produkty investičního bankovníctví (zejména emisní obchody, obchody s cennými papíry, depotní obchody, majetkovou správu aktiv, zprostředkování fúzí a akvizic).⁸

Model odděleného bankovníctví je založen na institucionálním oddělení komerčního a investičního bankovníctví. Za typický příklad odděleného bankovníctví bývají označovány Spojené státy, kde byl legislativně zaveden jako reakce na hospodářskou krizi v roce 1929. Postupem času však docházelo i v USA ke stírání hranic mezi komerčním a investičním bankovníctvím a v současné době zde již legislativní překážky pro univerzální bankovníctví neplatí.⁹

Český bankovní systém

Bankovní systém v České republice jako členské země EU je determinován principy, které jsou obsaženy ve směrniciích EU upravujících jednotně v rámci EU činnost a regulaci bank.

Během prvního čtvrtletí roku 2011 působilo na českém bankovním trhu celkem 41 bank a poboček zahraničních bank, z toho bylo celkem 17 bank, pět stavebních spořitelů a 19 poboček zahraničních bank. K tomuto datu mělo na území ČR oprávnění

⁷ *Jednostupňové bankovní systémy* historicky předcházely dvoustupňovým. V jejich rámci neexistovala centrální banka, veškeré bankovní činnosti byly prováděny komerčními bankami. Za zvláštní formu jednostupňového bankovního systému je možné považovat i bankovní systémy v direktivních centrálně plánovaných ekonomikách. Byly založeny na tom, že makroekonomická a mikroekonomická funkce byly spojeny do jedné banky – „monobanky“.

⁸ Podrobněji o investičním bankovníctví viz subkapitola 5.1.

⁹ Opuštění odděleného bankovníctví bývá považováno za jednu z příčin globální finanční krize v roce 2008, proto se při hledání regulačního rámce, který by zamezil vzniku krizí podobného charakteru, diskutuje i znovuzavedení odděleného bankovníctví.

poskytovat bankovní služby rovněž celkem 299 bank z členských států EU v rámci volného pohybu služeb a na základě příslušné notifikace ČNB.¹⁰

Rozhodující podíl na českém bankovním trhu zaujímá skupina čtyř velkých *univerzálních bank* (Česká spořitelna, a. s., Československá obchodní banka, a. s., Komerční banka, a. s. a Unicredit, a. s.), jejíž podíl na celkových aktivech bankovního sektoru dosahoval na počátku roku 2011 téměř 59 %.

Vedle univerzálních bank působí na českém trhu i specializované banky – *stavební spořitelny*. Jejich vznik je vázán na udělení bankovní licence, okruh jejich činnosti je však omezen výhradně na tzv. stavební spoření a související produkty. To znamená, že přijímají účelové vklady a v návaznosti na tyto vklady a při splnění stanovených podmínek poskytují účelové stavební úvěry.¹¹

Na českém trhu působí i dvě banky se státní účastí, které mají specifické zaměření. *Českomoravská záruční a rozvojová banka* se specializuje na podporu malých a středních podniků, kterou provádí zejména prostřednictvím poskytování cenově zvýhodněných záruk za úvěry poskytované komerčními bankami; je zprostředkovatelem i řady státních programů na podporu malého a středního podnikání. *Česká exportní banka* je zaměřená na podporu vývozu prostřednictvím poskytování státem zvýhodněného (zejména z hlediska doby splatnosti úvěrů a výše úrokových sazeb) financování.

Určitý význam v českém bankovním systému mají i *pobočky zahraničních bank*. Pokud jde o pobočky bank ze zemí mimo EU, musí ke své činnosti získat licenci od ČNB, pobočky bank z EU mohou být zřizovány na základě jednotné evropské bankovní licence. Na území ČR mohou poskytovat na základě příslušné notifikace bankovní služby rovněž banky z členských států EU v rámci volného pohybu služeb.

Za součást bankovního systému je třeba považovat i *spořitelní a úvěrní družstva* (družstevní záložny), která však naše legislativa za banky nepovažuje, protože podléhají speciálnímu zákonu. Ten však zejména v důsledku harmonizace s legislativou EU pro oblast bankovníctví je dnes založen na shodných principech jako zákon o bankách. Vznik nových družstevních záložen u nás byl umožněn od 1. ledna 1996. Po jejich rozsáhlých problémech v letech 1999–2000 došlo k výraznému snížení jejich počtu i celkového objemu bilanční sumy.¹²

4.2 Bilance banky a výkaz zisku a ztráty

Podobně jako u jiných podniků podávají základní informaci o obsahu, rozsahu a do jisté míry i stabilitě činnosti banky dva nejdůležitější účetní výkazy – bilance a výkaz zisku a ztráty. Správné pochopení obsahu jednotlivých položek, vzájemných vazeb

¹⁰ Podle údajů ČNB.

¹¹ V souvislosti s omezováním státní podpory stavebního spoření se uvažuje o tom, že nebude omezeno výhradně na specializované stavební spořitelny.

¹² V prvním čtvrtletí roku 2011 u nás působilo 17 záložen a suma celkových aktiv dosahovala téměř 23 mld. Kč (viz ČNB – Základní ukazatele o sektoru družstevních záložen).

5.5 Instituce penzijního investování

V současné době patří penzijní fondy mezi nejdůležitější institucionální investory na světových finančních trzích. Ve srovnání s investičními zprostředkovateli nebo institucemi kolektivního investování však mají mnohem kratší historii, poněvadž zpravidla vznikaly až po druhé světové válce. Postavení penzijních fondů se v posledních letech ve vyspělých státech neustále zvyšuje, a dokonce se v některých státech stávají nejdůležitějšími účastníky finančních trhů. *Penzijní fondy* mají charakter finančních zprostředkovatelů, shromažďujících peněžní prostředky za účelem akumulování a správy kapitálu pro výplatu budoucích penzijních dávek. Penzijní fondy jsou zpravidla zakládány nefinančními firmami pro své zaměstnance, přičemž také do těchto fondů pravidelně ve prospěch svých zaměstnanců přispívají určitou výší peněžních prostředků, které mají charakter daňově uznatelného nákladu. Mezi výhody rozvinutosti penzijních fondů patří širší nabídka produktů důchodového pojištění, podpora tvorby dlouhodobých úspor, omezování politických rizik spojených se systémem důchodového zabezpečení a pozitivní vliv na fungování kapitálových trhů. Na druhé straně se zdá, že existence penzijních fondů je spojena i s určitými nevýhodami, mezi něž patří zejména nižší mobilita pracovních sil, riziko neefektivní správy naakumulovaného kapitálu, nepříznivý dopad investičních rizik na hodnotu penzijních úspor a nebezpečí výskytu chudoby v důsledku neexistence redistribuční funkce důchodového systému.

Klíčovým faktorem, který ovlivňuje postavení penzijních fondů, je způsob financování životních potřeb osob v období ztráty výdělkové schopnosti v důsledku pokročilého věku. Mezi základní způsoby financování osob v důchodovém věku patří rodinné financování, příjmy z individuálně vytvořených aktiv, státní dávky důchodového zabezpečení nebo příjmy z kapitálově financovaných důchodových systémů.

Rodinné financování je výlučně založeno na neformálním uspořádání, kdy starší osoby se spoléhají nejen na vlastní výdělkovou schopnost, ale zejména v jejich pokročilejším věku přejímají finanční odpovědnost mladší členové rodiny. Zpráva Světové banky uvádí, že „...více než polovina starých lidí na světě výlučně spoléhá na neformální a tradiční uspořádání důchodového zabezpečení ...“⁴ Tento způsob financování je založen na principu rodinné solidarity, což přispívá k větší soudržnosti rodin. Velkým rizikem je však masové rozšíření chudoby mezi starší obyvatelstvo.

Příjmy z individuálně vytvořených aktiv jsou generovány na základě individuálního spoření a investování, životního pojištění nebo prodeje nemovitostí a dalších reálných aktiv. Výhodou tohoto způsobu důchodového financování je, že bere v úvahu jedinečné podmínky a motivy. Nebezpečím je převládající chování rodin, preferující současnou spotřebu a podceňující období stáří, nerozvinutost instrumentů individuálního spoření a investování, výskyt informační asymetrie a nejistotu spojenou s nebezpečím úpadku životních pojištění. Finanční závislost starších osob pouze na

⁴ Averting the Old Age Crisis. Policies to Protect the Old and Promote Growth. The World Bank, Washington 1994.

ku je čistá poptávka po akcií, která je založena na podílu optimistických a pesimistických investorů. Struktura této „nálady“ (podíl optimistů a pesimistů) bude pokračovat v krátkém období a lze ji identifikovat pomocí různých technických indikátorů.

Technická analýza vypadá velmi atraktivně pro ty analytiky, investory a studenty, kteří teprve začínají studovat problematiku investování. Je snadné uvěřit, že cenové formace se pravidelně opakují nebo že technické indikátory jsou schopny prognózovat budoucí trend. Na druhé straně jsou především teoretičtí ekonomové (a i velká část praktiků) velmi skeptičtí k využitelnosti technické analýzy. Jejich skeptický pohled na technickou analýzu vyplývá z následujících důvodů:

1. empirické studie ve vyspělých státech nepotvrdily, že by používání technické analýzy umožňovalo dosahovat nadprůměrných výsledků;
2. ekonomové hlavního směru moderní finanční ekonomie se domnívají, že akciové trhy se chovají poměrně efektivně, což vylučuje trendové chování akciových kursů. Přitom je technická analýza založena právě na existenci trendů;
3. existují nejednotné výklady jednotlivých indikátorů. Rovněž původní teorie Dow je interpretována jednotlivými analytiky často odlišným způsobem;
4. neexistují žádné exaktní důvody pro opakování historických formací kursového průběhu v budoucnosti.

Pokud se technická analýza ve vyspělých státech používá, pak pouze jako doplněk k analýze fundamentální, poněvadž nemůže vyřešit základní investiční problém: výběr jednotlivých akcií. Ten provádějí analytici na základě fundamentální analýzy. Technická analýza pak obvykle slouží k načasování obchodů.

Technická analýza může být více využitelná na trzích, které vykazují neefektivní chování. Na těchto trzích dochází k pomalému vstřebávání nových informací. Na druhé straně na takovýchto trzích může bránit širšímu využití technické analýzy nedostatečná časová řada tržních kursů, objemů obchodů a malá zkušenost analytiků se správnou interpretací jednotlivých grafických metod a technických indikátorů.

Teorie efektivních trhů

V předchozích částech textu jsme vysvětlili fundamentální a technický přístup při výběru jednotlivých akcií. Nyní nám zůstává vysvětlit chování akciových kursů z pohledu hlavního směru finanční ekonomie, který je reprezentován takovými osobnostmi, jako jsou Fama, Miller, Modigliani, Sharpe nebo Francis. Hlavní směr finanční ekonomie se domnívá, že akciové trhy se chovají efektivně. Dosahování nadprůměrných výnosů prostřednictvím technické analýzy posuzují velmi skepticky a využitelnost fundamentální analýzy vidí jako omezenou.

Kdykoli jsme začátečníkům přednášeli o efektivních trzích, vždy panovalo mezi posluchači obrovské zděšení, když se dozvěděli, že akciové kursy „konají náhodnou procházku“. Teorie efektivních trhů se stala dokonce předmětem zesměšňování ze strany praktických analytiků, když většina odmítala přijmout myšlenku, že akciové kursy se chovají náhodně. A právě tato skutečnost – analytici stále věří ve vyhledá-

vání nadhodnocených či podhodnocených titulů – přispívá k efektivnímu chování akciových trhů.

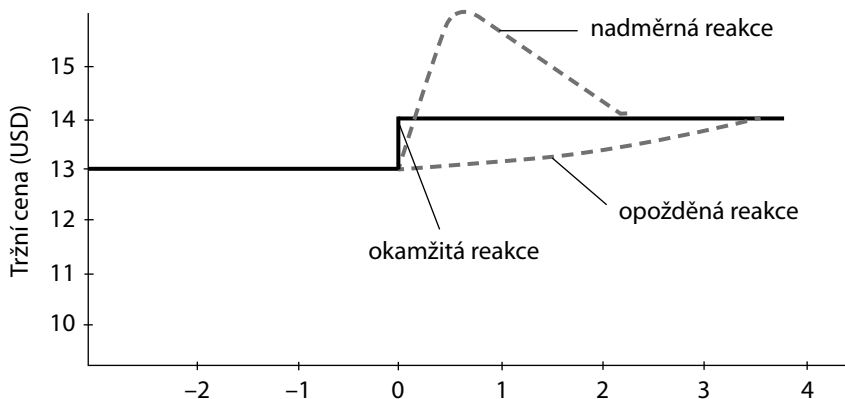
Co jsou efektivní trhy? Jak se efektivnost projevuje? Jaké jsou formy efektivnosti? Je teorie efektivních trhů pouhou teorií, nebo skutečností? Na všechny tyto otázky se pokusíme dát odpověď v následujícím textu. Teorie efektivních trhů předpokládá, že akciové kursy jsou ovlivňovány očekávanými zisky, dividendami, rizikem a dalšími kursotvornými informacemi. Za efektivní je považován takový trh, který velmi rychle absorbuje nové informace. V situaci, kdy jsou všechny kursotvorné informace absorbovány akciovým kursem, nedochází k diskrepanci mezi vnitřní hodnotou a akciovým kursem. Tržní cena akcií na trhu představuje objektivní hodnotu, akcie jsou správně oceněny a na trhu nelze najít podhodnocené nebo nadhodnocené tituly. Termín efektivní se tedy používá ve smyslu efektivního zpracování nových informací.

Pro efektivní chování akciových trhů musí být splněny tyto předpoklady:

1. Na akciovém trhu participuje velké množství racionálních investorů, kteří neustále analyzují, ohodnocují a obchodují. Ani jeden z účastníků trhu nemůže sám ovlivnit cenu.
2. Investoři mají k dispozici dostatek levných, aktuálních a pravdivých informací, přičemž každý účastník trhu získává nové informace zhruba ve stejnou dobu.
3. Investoři reagují rychle a přesně na nové informace.
4. Obchody na akciovém trhu jsou spojeny s nízkými transakčními náklady. Neexistují žádná obchodní omezení.

Pokud jsou splněny uvedené předpoklady, pak se akciové trhy chovají efektivně. Uvedme základní definiční charakteristiky efektivního chování.

1. Akciové kursy velmi rychle a přesně absorbují nové kursotvorné informace. Existuje minimální zpoždění při vstřebávání nových informací. Nová informace je bezprostředně promítnuta v nové rovnovážné ceně. Pokud akciové kursy nejsou schopné rychle a přesně absorbovat nové informace, pak označujeme takovýto trh za neefektivní. Reakci akciových kursů na novou informaci na efektivním a neefektivním trhu znázorňuje obrázek 6.6.



Obr. 6.6 Chování akciových kursů na efektivním a neefektivním trhu

Tab. 9.2 Bezhotovostní změny v bilanci centrální banky

Změna bilanční položky	Souběžná změna	Bilanční suma
<i>Transakce v domácí měně</i>		
Poskytování úvěrů obchodním bankám (A)	Růst rezerv bank	Zvýšení
Splácení úvěrů obchodními bankami (A)	Pokles rezerv bank	Snížení
Nákupy cizích cenných papírů od obchodních bank (A)	Růst rezerv bank	Zvýšení
Prodeje cizích cenných papírů obchodním bankám (A)	Pokles rezerv bank	Snížení
Prodeje vlastních cenných papírů obchodním bankám (DP)	Pokles rezerv bank	Žádná změna
Nákupy vlastních cenných papírů od obchodních bank (DP)	Růst rezerv bank	Žádná změna
Poskytnutí úvěru nebankovnímu subjektu, NBS (A)	Růst závazků vůči NBS (DP)*	Zvýšení
Zvýšení kapitálu přidělem ze zisku (DP)	Pokles zisku centrální banky	Žádná změna
Zvýšení kapitálu přidělem ze státního rozpočtu (DP)	Pokles závazků vůči státu (DP)	Žádná změna
<i>Transakce v domácí a zahraniční měně</i>		
Nákupy zahraničních měn od obchodních bank (A)	Růst rezerv bank	Zvýšení
Prodeje zahraničních měn obchodním bankám (A)	Pokles rezerv bank	Snížení
Devizové transakce se státem za domácí měnu (A)	Změna závazků vůči státu (DP)	Změna
<i>Transakce v zahraničních měnách</i>		
Nákupy cenných papírů od zahraničních subjektů (A)	Pokles jiných aktiv v DER	Žádná změna
Prodeje vlastních cenných papírů zahr. subjektům (DP)	Růst DER	Zvýšení
Nákupy zlata na mezinárodních trzích (A)	Pokles DER	Žádná změna
Prodeje zlata na mezinárodních trzích (A)	Růst DER	Žádná změna

* Pokud by nebankovní subjekt měl účet pouze u obchodní banky, zvýšily by se její rezervy.

Pozn.: A ... položka na aktivech; DP ... položka na „dalších pasivech“; DER ... devizové rezervy.

9.4 Nástroje měnové politiky

Centrální banky se prostřednictvím regulace měnové báze, úrokových sazeb, popř. měnového kursu snaží plnit stanovené cíle, mezi které vždy patří podpora cenové stability.

Na začátku celého procesu jsou nástroje. Protože ucelený teoretický výklad měnové politiky je obsažen v V. části publikace, zaměříme se pouze na ovlivňování měnové báze a krátkodobé úrokové míry. Dopady na jiné veličiny ponecháme až na výjimky stranou pozornosti. Při popisu budeme vycházet z předpokladu samostatnosti centrální banky při volbě nástrojů.

Pozornost věnovaná měnové bázi a krátkodobé úrokové míře je spojena s tím, že

ných papírů mezi centrální bankou a dalšími bankami. Kromě státních cenných papírů, nejčastěji krátkodobých pokladničních poukázek, může centrální banka obchodovat s vlastními cennými papíry. V některých ekonomikách se obchoduje i s jinými krátkodobými cennými papíry. Ve všech případech jde o vysoce kvalitní a krátkodobé cenné papíry dluhového typu.

Operace na volném trhu, měnová báze a krátkodobá úroková míra

Bezhotovostní charakter operací na volném trhu znamená, že se mění rezervy bank. Protože se nemění oběživo, změny rezerv bank se ve stejném směru i rozsahu projeví v měnové bázi. *Nákupy* cenných papírů centrální bankou od bank za jinak stejných okolností *zvysňují* rezervy bank a měnovou bázi, zatímco *prodeje* rezervy bank a měnovou bázi *snížují*.

Změny rezerv bank se zprostředkovaně projeví ve změnách krátkodobé úrokové míry. Centrální banka ale může krátkodobou úrokovou míru pomocí operací na volném trhu ovlivňovat bezprostředně, a to vyhlášením úrokových podmínek nákupů či prodejů cenných papírů. Za těchto okolností se snižuje přesnost určení dopadu na rezervy bank, resp. měnovou bázi. Centrální banka si proto musí určit preference.

Je-li hlavním cílem přesná změna měnové báze, centrální banka se bude snažit prodat či koupit stanovený objem cenných papírů bez ohledu na výsledné úrokové sazby (ceny) obchodů. Chce-li centrální banka operacemi na volném trhu ovlivnit krátkodobou úrokovou míru, předem stanoví úrokové sazby, resp. ceny cenných papírů. Za tyto ceny se jí však nemusí podařit realizovat zamýšlený objem transakcí, a nemá tak pod dokonalou kontrolou změnu měnové báze.

Při zaměření se na měnovou bázi lze operace na volném trhu členit na *aktivní* a *vynucené*. Aktivní jsou prováděny s cílem změnit měnovou bázi, vynucenými centrální banka kompenzuje vliv jiných faktorů na měnovou bázi. Například kursové intervence (viz níže) mohou mít centrální bankou nezamýšlený dopad na měnovou bázi a k návratu na původní úroveň je banka „nucena“ použít operace na volném trhu. Dalším z důvodů vynucených operací může být snaha o stabilizaci cen státních cenných papírů.

Přímé operace, repo operace a switch operace

Operace na volném trhu mohou být prováděny třemi základními způsoby. *Přímé operace* představují nákup nebo prodej cenných papírů.

Repo operace jsou kombinací dvou protisměrných transakcí. Při *prostých repo operacích* centrální banka prodává státní nebo vlastní cenné papíry s tím, že je po určité době zpětně nakoupí. *Reverzní repo operace* představují nákupy cenných papírů centrální bankou s budoucím zpětným prodejem. Je zřejmé, že repo operace vedou pouze k dočasné změně měnové báze. Termín zpětné transakce u obou druhů repo operací je předem stanoven. U *termínovaných repo operací* proběhne zpětná transakce přesně ve stanoveném termínu, při *netermínovaných repo operacích* mají banky možnost provést s centrální bankou zpětnou transakci kdykoli do stanoveného termínu. Repo operace se také mohou používat pro regulaci krátkodobé úrokové

Tato rovnice vyjadřuje závislost přírůstku nabídky peněz na přírůstku měnové báze a ukazuje možnost ovlivnění peněžní zásoby prostřednictvím regulace měnové báze.

Výraz $\frac{1 + k_{MC} + k_{TD}}{r_{DD} + r_{TD} \cdot k_{TD} + k_{MC} + r_{ER}}$ nazýváme <i>peněžním multiplifikátorem peněžní nabídky M2</i> a budeme ho značit m_2 .

12.5 Činitele ovlivňující přírůstek nabídky peněz

Z rovnice (12.6) je patrné, že nabídka peněz vyjádřená ve formě agregátu $M1$ je ovlivněna měnovou bází MB a multiplifikátorem m_1 . Podobně z rovnice (12.7) plyne, že nabídka peněz $M2$ je ovlivněna měnovou bází MB a multiplifikátorem m_2 .

Činitele ovlivňující měnovou bázi

Měnová báze MB , přesněji řečeno její složka rezervy bank RB , je přímo ovlivňována rozhodnutím centrální banky o hodnotě nákupu a prodeje cenných papírů. Mechanismus tohoto nástroje byl již vysvětlen v subkapitole 12.2. V této subkapitole jsme rovněž ukázali, že rezervy a tedy i měnovou bázi lze ovlivnit úvěry poskytnutými centrální bankou bankám komerčním. Rozsah poskytnutých úvěrů teoreticky závisí na poptávce komerčních bank po těchto úvěrech. Zvyšování úrokové míry na tyto úvěry omezí poptávku komerčních bank po úvěrech a snižování tuto poptávku rozšíří. V praxi musíme mít na paměti, že nastávají situace, kdy ani velmi nízké úrokové míry na úvěry poskytované centrální bankou nepřimějí komerční banky, aby tyto úvěry požadovaly. Stane se tak tehdy, když komerční banky z nějakých důvodů nemají zájem na poskytování svých úvěrů nebankovním subjektům (např. kvůli velkému riziku jejich návratnosti).

Činitele ovlivňující multiplifikátory m_1 a m_2

Oba multiplifikátory se liší pouze o veličinu k_{TD} v čitateli multiplifikátoru m_2 , takže analýza závislosti na jednotlivých parametrech u obou multiplifikátorů poskytne stejné výsledky. Pohledem na oba výrazy zjistíme, že oba multiplifikátory jsou klesající v mírách povinných minimálních rezerv na běžná a termínovaná depozita (r_{DD} , r_{TD}) a dobrovolných rezerv (r_{ER}). Multiplifikátory m_1 a m_2 klesají s rostoucím parametrem k_{MC} , pokud r_{DD} , r_{TD} a r_{ER} jsou malá čísla. Toto tvrzení dokážeme například tím, že multiplifikátory zderivujeme podle k_{MC} a zjistíme, zda derivace je záporná. Multiplifikátor m_1 klesá s rostoucím k_{TD} , protože k_{TD} je ve jmenovateli. Multiplifikátor m_2 roste za určitých podmínek s rostoucím k_{TD} , o čemž se přesvědčíme zderivováním m_2 podle k_{TD} .

Parametry r_{DD} , r_{TD} jsou určeny rozhodnutím centrální banky. Poměr oběživa k běžným vkladům (k_{MC}), poměr termínovaných vkladů k běžným vkladům (k_{TD}) a dobrovolné rezervy (r_{ER}) jsou behaviorální parametry, které závisí na dalších činitelích.

Činitele ovlivňující poměr oběživa k běžným vkladům

Poměr oběživa k běžným vkladům k_{MC} ovlivňuje řada okolností. Růst technologické úrovně bezhotovostního oběhu peněz snižuje parametr k_{MC} , protože ekonomické subjekty preferují bezhotovostní oběh a tedy omezují hotovost ve prospěch běžných vkladů. Dalším činitelem ovlivňujícím tento parametr je očekávání deprese. V depresi je zpravidla ohrožena likvidita bank, a proto ekonomické subjekty dávají přednost hotovosti, což zvyšuje parametr k_{MC} .

Činitele ovlivňující poměr termínovaných vkladů k běžným vkladům

Takovým činitelem je především úroková míra na termínované vklady. Její růst zvyšuje parametr k_{TD} , protože ekonomické subjekty preferují termínované vklady na úkor hotovosti a běžných vkladů. Dalším důležitým činitelem ovlivňujícím poměr termínovaných vkladů k běžným vkladům je očekávání deprese. Při očekávání deprese poměr termínovaných vkladů k běžným vkladům (k_{TD}) klesá, protože subjekty mají obavu z potíží komerčních bank. Jakmile je ohrožena likvidita komerčních bank, subjekty vybírají běžné vklady, termínované však vybrat nemohou. Z tohoto důvodu ekonomické subjekty v období očekávání deprese mají větší averzi k termínovaným vkladům než k vkladům běžným, a v důsledku toho k_{TD} klesá.

Činitele ovlivňující míru dobrovolných rezerv

Míra dobrovolných rezerv r_{ER} je ovlivněna především tržní úrokovou mírou. Jestliže roste tržní úroková míra, komerční banky omezují své dobrovolné rezervy ve prospěch poskytování úvěrů, které díky rostoucí úrokové míře poskytují větší výnos. Na druhé straně, pokles tržní úrokové míry vede komerční banky k omezenému poskytování zejména rizikovějších úvěrů. V důsledku toho vzrostou dobrovolné rezervy komerčních bank.

Očekávání deprese vede komerční banky k opatrnosti při poskytování úvěrů, což znamená, že se zvětší dobrovolné rezervy bank a tedy i jejich míra, pokud ovšem ostatní veličiny zůstanou neměnné.

Vliv tržní úrokové míry na peněžní nabídku

Růst tržní úrokové míry způsobí, jak bylo řečeno, pokles míry dobrovolných rezerv a pokles míry dobrovolných rezerv způsobí vzrůst multiplikátoru a vzrůst multiplikátoru je příčinou vzrůstu peněžní nabídky $M1$ a $M2$. Tedy peněžní nabídka roste s růstem úrokové míry. Některé ekonomické teorie, zejména monetaristé, vycházejí z toho, že citlivost peněžní nabídky na tržní úrokovou míru je malá, proto tuto závislost zanedbávají.

mů kompenzován importem přímých investic. Na podporu tohoto přístupu lze uvést i skutečnost, že česká koruna od roku 1993 systematicky posiluje, přestože běžný účet je trvale deficitní. S tímto názorem lze souhlasit pouze částečně, neboť dovoz přímých investic může být v budoucnu spojen s transferem zisků a důchodů do zahraničí, čímž se problémy s deficitem běžné bilance dále prohloubí. Pozitivní dynamické účinky na platební bilanci mohou mít zejména investice, které v budoucnu zajistí zvýšení exportní výkonnosti země (popř. sníží dovozní náročnost ekonomiky).

Celkové saldo platební bilance, devizové rezervy a devizové intervence

$$NX + NI + NT + NCF = - \Delta FR$$

Celkové saldo platební bilance předpokládá přesun investic, resp. kapitálových operací na levou stranu rovnice mezi položky nad čarou. Devizové rezervy centrální banky jsou jedinou položkou na pravé straně rovnice (tzn. pod čarou). *Celkové saldo platební bilance („overall balance“)* je saldo s nejstarší historií, ale z dnešního pohledu rovněž s nejproblematičtější vypořádací schopností. Pod zdánlivě rovnovážným nulovým saldem se totiž v I. okruhu může například skrývat deficit výkonové bilance kompenzovaný čistým dovozem krátkodobého zápůjčního kapitálu. Jinými slovy řečeno, devizové rezervy se nemění, ale zahraniční zadlužení země roste. Je tedy zřejmé, že nulové saldo celkové platební bilance zdaleka nezaručuje rovnovážný stav platební bilance, který může příslušná země dlouhodobě udržovat bez výraznějších změn ve vývoji jednotlivých položek platební bilance.

Z pohledu měnové politiky neplatí ani jednoduché pravidlo, že změna devizových rezerv se rovná změně měnové báze centrální banky. Tato bilanční vazba je přímá pouze v případech, kdy se devizové rezervy mění z titulu devizových intervencí. Pokud se však devizové rezervy mění z jiných příčin (např. když si centrální banka půjčuje v zahraničí, nebo naopak splácí své zahraniční úvěry), pak je změna devizových rezerv měnově neutrální.

15.2 Faktory ovlivňující pohyb měnového kursu

Měnový kurs je vedle úrokové míry cenou, která ovlivňuje rozhodovací procesy nejširšího okruhu ekonomických subjektů. Zatímco ceny jednotlivých komodit obvykle ovlivňují chování relativně úzké skupiny subjektů, měnový kurs působí v otevřené ekonomice přímo nebo nepřímo na efektivnost prakticky všech obchodních a kapitálových operací.

Změna kursu může rovněž významně ovlivnit i výši bohatství jednotlivých subjektů, neboť část tohoto bohatství je obvykle denominována v zahraničních měnách. Očekávané zhodnocení nebo znehodnocení domácí měny proto bezprostředně ovlivňuje měnovou diverzifikaci aktiv v portfoliích domácností a firem.

Z uvedených důvodů je měnový kurs jednou z nejostřeji sledovaných ekonomických veličin. O jeho budoucí vývoj se nezajímají pouze výrobní firmy a institucio-

nální investoři, ale rovněž i jednotlivé domácnosti. Prognózováním vývoje kursu se zabývá celá řada specializovaných prognostických institucí, obchodních bank a univerzitních pracovišť. V této subkapitole se proto budeme relativně podrobně zabývat možnostmi prognózování jeho pohybů pomocí tzv. fundamentální analýzy. Pozornost bude postupně soustředěna na základní makroekonomické veličiny, s jejichž vývojem jednotlivé teorie spojují pohyby kursu. Jde o vliv vývoje platební bilance, cenových hladin a úrokových sazeb.

Saldo platební bilance a měnový kurs

Predikci budoucího pohybu měnového kursu ekonomové obvykle začínají analýzou vývoje salda platební bilance. Význam vývoje salda platební bilance pro pohyb měnového kursu lze vtěsnat do dvou základních pouček tzv. *teorie platební bilance*.

Při aktivním saldu platební bilance, kdy jsou devizová inkasa větší než devizové úhrady, dojde k převisu devizové nabídky nad devizovou poptávkou. Následkem tohoto se domácí měna zhodnotí. Naopak, při pasivním saldu platební bilance, kdy jsou devizové úhrady větší než devizová inkasa, dojde k převisu devizové poptávky nad devizovou nabídkou. V důsledku toho se domácí měna znehodnotí.

Teorii platební bilance si vcelku dobře můžeme vysvětlit pomocí tradiční nabídkové a poptávkové analýzy. Z analýzy platební bilance již víme, že devizová nabídka je tvořena kreditními operacemi – exportem zboží a služeb, importem důchodů, transferů a kapitálu a snížením devizových rezerv centrální banky, zatímco devizová poptávka je naopak vyvolávána debetními operacemi – importem zboží a služeb, exportem důchodů, transferů a kapitálu a zvyšováním devizových rezerv centrální banky.

Na obrázku 15.1 můžeme vidět, že zvýšení některé z kreditních položek nám posouvá křivku devizové nabídky z S_1 do S_2 , přičemž domácí měna se nám v souladu s teorií platební bilance zhodnocuje z ER_1 do ER_2 . Zpětný posun nabídkové křivky nastává, pokud dojde k poklesu některé z kreditních položek.

Na obrázku můžeme rovněž vidět, že zvýšení devizové poptávky v důsledku zvýšení některé z debetních položek nám posouvá křivku devizové poptávky z D_1 do D_2 , přičemž kurs domácí měny se nám v souladu s teorií platební bilance znehodnocuje z ER_1 do ER_3 . Zpětný posun poptávkové křivky nastává, pokud dojde k poklesu některé z debetních položek.

Práce kursového analytika s teorií platební bilance

Kritika teorie platební bilance často poukazuje na skutečnost, že empirická zkoumání neprokázala příliš těsné vztahy mezi vývojem jednotlivých sald platební bilance a pohybem měnového kursu. Kde hledat příčiny?

Platební bilance nezachycuje pouze uskutečněná devizová inkasa a provedené devizové úhrady, jak jsme pro zjednodušení předpokládali v předcházející části. Její součástí je i změna zahraničních pohledávek a závazků a dále i ostatní majetkové pohyby mezi devizovými tuzemci a cizozemci (tab. 15.4). Zvolíme-li si například za základ analýzy saldo běžné bilance, neznamená to ještě, že pasivní saldo skutečně od-

Rejstřík

- absolutní úvěrové limity 238
- absolutní verze parity kupní síly 370–372
- adaptivní očekávání 355
- agregátní cenová hladina 13
- agregátní nabídka 304–306, 365
- agregátní poptávka 302–304
- agregátní výstup 17
- akcie 151
- akciová dividenda 152
- akciová společnost 151
- akreditiv 111–112
- aktivní operace na volném trhu 227
- americká opce 180, 398
- arbitráž 177, 398–401
- asymetrie informací 264–265
- audit bank 248
- aukce 228
- automatické facility 232–233
- avalový úvěr 103

- Banca d'Italia 214
- Bank of England 214, 215
- banka – funkce 87
- banka – vymezení 86
- banka bank 216
- banka státu (vlády) 216–217
- bankovky centrální banky 28–29
- bankovní dluhové cenné papíry 107
- bankovní licence 248–249
- bankovní produkt 97
- bankovní rizika 95–97
- bankovní systém 88
- bankovní záruka 102
- Basel II a III – viz příměřenost kapitálu
- Basilejský výbor bankovního dohledu 250
- bazický swap 184
- beta faktor 199
- bezhotovostní peníze 17, 29–30, 34–35
- bezriziková aktiva 196
- bezriziková úroková míra 63
- bezriziková výnosová míra 147
- běžné vklady 34–35, 106
- běžný diskontní úvěr 230
- běžný účet platební bilance 365–366
- běžný výnos 173
- bilance banky 89–94
- bilance centrální banky 219–223, 338–339
- bilance transferů 361
- bilance výkonů 365
- bilance výnosů (důchodů) 361
- bilanční modely 164
- bimetalismus 21
- blokové obchody 209
- bohatství 344
- bohatství 141
- bretton-woodsý měnový systém 380
- broker 123, 391
- budoucí hodnota peněz 61
- Burza cenných papírů Praha, a. s. 207
- burza 201, 203
- burzovní deriváty
- burzovní systém
- burzovní systém 204

- Cambridgeská rovnice 274
- cap 177
- cenné papíry 149
- cenová hladina 297, 302, 314
- centralizace emise bankovek 28–29
- centrální banka 335–316
- Centrální depozitář cenných papírů, a. s. 209
- cíle měnové politiky 322–325
- cílování inflace 243, 245–246, 325, 345–356
- clearingová ústředna 396
- clearingový dům 179
- collar 177
- collateralized debt obligations 81
- crawling peg (band) 345, 383
- currency board – viz měnová rada

- časová hodnota opce 183
- časová hodnota peněz 61
- časová struktura úrokových měr 63
- časová zpoždění v měnové politice 332–334

- Česká finanční 262
Česká konsolidační agentura 262
Česká národní banka 315–316, 345–346, 348–351, 356, 359, 379–386
Česká spořitelna 262
Československá obchodní banka 243, 262
čistá inflace 348
čistá teorie očekávání 64
čistý export 365
- dealer 123, 391
debetní karta 111
deflace 314–319
deflátor HDP 302
demonetizace 29, 30–33
demutualizace burz 203
depotní obchody 123
depozita 105–108
depozitní certifikáty 170
depozitní facilita 232–233, 245
depozitní multiplikátor 287
depozitní směnky 108
deregulace 263
devizová arbitráž 398–401
devizová pozice 401–404
devizové (kursové) intervence 234, 366, 370, 381–382, 385
devizové rezervy 221, 362–363, 366
devizový trh 75–76, 388–392
diskont 25, 101
diskontní nástroje 229–234, 244–245
diskontní sazba 230–231
diskontní úvěr 230–231
dividenda 143
dividendový diskontní model 163
dlouhá pozice 178, 401
dluhopisy 171
dobrovolné rezervy – viz rezervy bank
dodatkový kapitál 252
Dodd-Frank Act 119
dohled bank 215, 247, 260–261
dohody 238
dokumentární akreditiv 111–112
dokumentární inkaso 112–114
dolarizace 19, 43
doporučení 238
důchodová rychlost peněz 274, 283, 336–338, 392–393
důvěrné obchody 255
důvěryhodnost centrální banky 239
- Eastern Caribbean Currency Union 41
efektivní trhy 167
ekonomicky potřebné množství peněz v oběhu 38–39
elektronická peněženka 37, 111
elektronické burzovní obchodní systémy 205
elektronické peníze a platby 37, 111
emise bezhotovostních peněz 34–35
emise oběživa 29, 33
emisní funkce 215
emisní monopol 22, 33, 40, 215
emisní obchody 122
endogenní peníze 299, 338–341, 346, 351
eskont směnky 25
eskontní úvěr 101
euro 19, 40–41, 245
Eurosystem 245–246
eurotrh 75
Evropská centrální banka 41, 245–246
Evropská měnová unie 41–42
evropská opce 180, 392
Evropská rada pro systémová rizika 261
Evropský mechanismus měnových kursů, ERM 41
Evropský orgán pro bankovníctví 261
Evropský systém centrálních bank 245–246
Evropský systém finančního dohledu 261
Exchange Rate Deviation Index (ERDI) 371–372,
exogenní peníze 299, 338–341, 346, 351
exotické opce 177
expanzivní měnová politika 329–332
externí audit 248
- faktoring 103–104
Fama, Eugene 168
Federální rezervní systém 214
fiat standard 32
fiduciární emise 28, 31
financial futures 178–180
finanční aktiva 91
finanční deriváty 150, 174–187
finanční investice držené do splatnosti 92
finanční investiční instrumenty 149
finanční směnka 25, 27
finanční trh 71
finanční účet platební bilance 360
finanční vliv na centrální banku 242
finanční zprostředkovatel 76
Fisher, Irving 45, 344

- Fisherova rovnice 272, 404–405
 Fisherova teorie 272
 Fisherův mezinárodní efekt 376–377
 fiskální agent vlády 216–217
 float zisk 106
 floating 379, 384–387
 floor 177
 fond kapitálového trhu 126
 fond peněžního trhu 72, 126
 Fond pojištění vkladů 256
 fond speciální 128
 fond standardní 128
 forfaiting 104–105
 forma efektivity 168
 forwardová operace 392–394
 forwardový kurs 393–394
 Friedman, Milton 239, 272, 276, 297, 321, 332–337
 Friedmanova teorie poptávky po penězích 272, 276
 fundamentální akciová analýza 153
 funkce centrální banky 214–218
 funkce devizové nabídky a poptávky
 funkce peněz 15–17
 futures 396–397
 fyzické bohatství 277
 fyzické statky 278

 gentlemanké dohody 238
 give-up úrokový rozdíl 228
 Glass-Steagall Act 117
 globální finanční krize 83
 Gordon, Myron 163
 Gordonův model 163
 Gramm-Leach-Bliley Act 119
 Greshamův zákon 23

 hedging 177, 402–404
 high-powered money 19
 hladká platba 109
 hotovostní peníze 17
 hypoteční úvěr 101
 hypoteční zástavní listy 108
 hypotéza neautonomní (indukované) povahy inovací 343

 charge karta 111

 indikátory měnové politiky 19
 inflace 297–313
 inflační cíl 315, 348–349, 355–356
 inflační diferenciál 372–373
 insider obchody – viz důvěrné obchody
 institucionální investor 82
 Investiční a Poštovní banka 262
 Investiční banka 243
 investiční bankovníctví 115
 investiční fond 124
 investiční instrumenty 148
 investiční portfolio 253
 investiční služby 119
 investiční smlouvy 150
 investiční společnost 128

 jedinečné riziko 146
 jednoduché úročení 60
 jednoduchý depozitní multiplikátor 292
 jednoduchý indexní model 194
 jednotná licence – viz bankovní licence

 kapitál banky 93, 94, 250
 kapitál centrální banky 222–223
 kapitálová přiměřenost – viz přiměřenost kapitálu
 kapitálové riziko 97
 kapitálový fond 93
 kapitálový trh 72–73
 Keynes, John Maynard 272
 keynesovci 299–300, 311, 319, 321
 keynesovské teorie poptávky po penězích 272
 klasické bankovky 25–28
 kolektivní investování 128
 Komerční banka 261–262
 komerční papíry 171
 komisní konsorcium 122
 komoditní peníze 21–23
 Konsolidační banka 261–262
 Konsolidační program 261–262
 kontokorentní úvěr 99
 kovové krytí bankovek 26
 krátká pozice 178, 402
 krátkodobý podřízený dluh 252
 kredibilita centrální banky 335–336, 355–356
 kredit a debet platební bilance 363
 kreditní deriváty 186–187
 kreditní karta 111
 krytá úroková parita 400
 křížové pravidlo 399
 kupní (call) opce 180, 181–182, 397

- kupní síla peněz 14
 kupónový swap 184
 kursové intervence 218, 234–235, 245
 kvantitativní teorie peněz 274, 275
 kvantitativní uvolňování 318
 kvantitativní uvolňování 38, 217
 kvazi-peníze 35–36
- Latinská peněžní unie 40
 lidské bohatství 277
 lidský kapitál 278
 likvidita 148
 likvidita 16–17, 236, 253
 likviditní riziko 97
 limity úrokových sazeb 237–238
 limity úvěrů 237
 lombardní past 232
 lombardní sazba 232
 lombardní úvěr 232
 loro účet 109
 luxusní investiční instrumenty 142
- Maastrichtská kritéria 41–42
 majetková správa 123
 Markowitz, Harry 188
 Marshall, Alfred 274
 Marshallova teorie 274–275
 marže 179
 měna 19–20
 měnová báze 19, 222–225, 333–340,
 366
 měnová kritéria 324–327
 měnová odluka 20
 měnová opce 352
 měnová rada 42–43, 214, 334, 345, 383
 měnová reforma 20
 měnová rovnováha a nerovnováha 38–39
 měnová stabilita 243
 měnová unie 39–42
 měnové agregáty 18–19
 měnové futures 396–397
 měnové indikátory 326, 327–329
 měnové pravidlo 334–335
 měnové riziko 96
 měnový koš 382–383
 měnový kurs 218, 234–235, 366
 měnový přehled 35–36
 měnový swap 185–186, 396
 mezinárodní finanční trhy 74
 Mezinárodní měnový fond 361, 389
- MIFID 120
 mimoburzovní trh 73, 206
 mince 21–23, 33
 minimální výše kapitálu 248, 250
 mocné peníze 19
 model oceňování kapitálových aktiv 197
 monetaristé 297–298, 311, 322, 334,
 336–339, 384
 monetaristická teorie 272
 monetizace státního dluhu 34, 38, 217,
 228–229, 242
 monometalismus 21
 morální hazard 256–257, 259, 264–265
 motiv důchodu 281
 motiv opatrnosti 281
 motiv spekulace 281
 multiplikace vkladů 290
 Mundell, Robert 324
- nabídka peněz 38, 284
 nabídka zápisných fondů 50
 nabídková inflace 307–308, 313
 nákladová inflace 307–308
 Národní banka Československá 215, 243
 nařízený standard 32
 nástroje platebního styku 17, 37
 nekrytá emise 28, 31
 nekrytá úroková parita 375–376
 neokeynesovci 318
 neoklasická teorie úrokové míry 45
 neoklasické teorie poptávky po penězích 272
 neplnohodnotné mince 23
 nepříznivý výběr 257, 264
 nerozdělený zisk 250
 neutralita peněz 298
 neutrální bankovní obchody
 nevypůjčená měnová báze 19, 226
 nezbytné investiční instrumenty 142
 nominální úroková míra 44, 58
 nominální výnos 173
 nostro účet 109
 nouzový úvěr 230, 232, 233, 259
 nová keynesovská ekonomie 322, 335, 346
 nová klasická makroekonomie 322
 nucený kurs 24
- oběživo 18, 222
 obchodní bilance 360–361
 obchodní krytí bankovek 26
 obchodní portfolio 253

- obchodní směnka 25
obchodník s cennými papíry 119
oceňovací rozdíly 93, 222, 223
očekávaná míra inflace 44
očekávaná výnosnost 278
očekávaná výnosová míra 145
očekávaný výnos portfolia 190
odpovědnost centrální banky 239
odvětvová akciová analýza 157
opce 180–184, 397–398
opční kontrakt 176, 180–184
opční list 177
opční prémie 183, 397–398
operace na volném trhu 226–229, 244, 325
operační riziko 252
operativní kritérium 19, 226, 244
operativní měnové kritérium 325–327
otevřený fond 125
otevřený podílový fond 128
over the counter, OTC 390–391
- P/BV* 164
P/E 159
pákový efekt 175
Pakt stability a růstu 42
parita kupní síly 372–375
parita úrokové míry 375–379
pásmo oscilace měnového kursu 380–381
Paterson, William 214
Peelovy zákony 215
peněžní dividenda 152
peněžní multiplikátor 292, 294, 341–342
peněžní standardy 30–33
peněžní transmisní mechanismus 324–325, 336–345
peněžní trh 71–72
peněžní unie 40
peněžní úspory 16, 21
peněžní úvěr 21, 99
peněžní zásoba 19
peníze – empirická definice 17–19
peníze – funkce 15–17
peníze – teoretická definice 14–15
penzijní fondy 130
penzijní plán 132
penzijní plán hybridní 133
penzijní plán s definovanou dávkou 133
penzijní plán s definovaným příspěvkem 133
penzijní plán zaměstnaneckého vlastnictví akcií 134
- penzijní připojištění 134
permanentní důchod 277
pevný derivátový kontrakt 176
pevný kurs 379–384
Phillipsova křivka 300
pick-up úrokový rozdíl 228
platební bilance 359–366
platební karta 37, 110–111
plnohodnotné mince 22
pobočka zahraniční banky
podílový fond 125
podrozvaha banky 93
podřízený dluh 252
pojištění vkladů 256–260
pokladní hotovost 30
pokladní plnění státního rozpočtu 216–217
pokles zprostředkování 36–37, 265
poptávka po penězích 38, 271
poptávková inflace 306–307, 313
postkeynesovci 299–300, 310, 321, 340, 341–342
poukázky České národní banky 244
povinné minimální rezervy 91, 235–237, 245, 340
povinné vklady 238
Power Exchange Central Europe, a. s. 207
požadovaná výnosová míra 146
praní špinavých peněz 255
pravidla angažovanosti 253–254
pravidla likvidity 238–239
prémie za riziko 147
prezenční burzy 204
PRIBOR 353–355
primární trh 73
princip domovské země 249
prodejní (put) opce 180, 182–183, 262
prodejní konsorcium 122
produkční mezera 346
promptní obchody 205
promptní trh 74
prostředek směny – viz funkce peněz
příkaz k inkasu 109
příkaz k úhradě 109
přímé operace na volném trhu 227–228
přímé úvěrování státu 217
přiměřenost kapitálu 249–253
přiměřenost likvidity 253
přímka kapitálového trhu 197
přímka trhu cenných papírů 199
případ ztracených peněz 342–343

- racionální očekávání 355
 ražebné 22, 28
 realizovatelná finanční aktiva 92
 reálná úroková míra 44, 58, 376
 reálná úroková sazba 17
 reálné investiční instrumenty 151
 reálné transakce 272
 reálné úspory 45
 reálný kurs 374
 reeskontní úvěr 230
 regulace bank 215, 247
 Regulace Q 238
 regulace trhu cenných papírů 78
 relativní úvěrové limity 238
 relativní verze parity kupní síly 372–375
 repo obchod 72
 repo operace 227–228, 245, 351–353
 repo sazba 228, 231–232, 244, 347, 353–355
 restriktivní měnová politika 329–332, 316
 retailový produkt 98
 rezervní fond 93
 rezervy bank 34–35, 93, 222, 224–225
 riziko 145
 riziko portfolia 191
 riziková prémie 312
 riziková struktura úrokových měr 63
 rizikově vážená aktiva 250–251
 RM-Systém, česká burza cenných papírů, a. s. 209–210
 Robertson, Denis, Sir 13
 rovnovážná úroková míra 347
 rozvinutý depozitní multiplikátor 294
 ručitelé konsorcium 122

 saldo platební bilance 363–366, 367–370
 samostatnost centrální banky 239–242
 SDR – Special Drawing Rights 39–40, 221
 sedlina 106
 sekundární trh 73
 sekuritizace 81
 sekuritizace aktiv 81
 sekuritizovaný úvěrový trh 70
 selektivní model Markowitz 188
 sezónní diskontní úvěr 230
 Sharpe, William 197
 skutečná výnosová míra 143
 skutečné množství peněz v oběhu 38–39
 složené úročení 60
 směnečné krytí bankovek 26
 směnitelnost měny 20, 36, 380
 směnka 99–101
 směrnice o trzích finančních nástrojů 120
 solventnost 253
 současná hodnota budoucích příjmů 161
 současná hodnota peněz 61
 SPAD 208
 spekulace 177, 385–386, 401–402
 spekulativní poptávka po penězích 55
 spojitě úročení 61
 společný pas – viz bankovní licence
 spořitelna a úvěrní družstva 89
 spotový kurs 392–393
 spotový trh 74, 392–393
 spotřebitelský úvěr 102
 správa devizových rezerv 218
 správa státního dluhu 217
 spread 393
 Stabilizační program 262
 standard zlaté devizy 31
 standard zlaté mince 31
 standard zlaté rezervy 31
 standard zlatého slitku 31
 Státní banka československá 243
 státní bankrot 24, 38
 státní cenné papíry 220–221, 228–229
 státní pokladniční poukázky 170
 státovky 23–24, 33–34
 stavební spoření 108
 stavební spořitelna 89
 sterilizace dopadu intervencí 234
 sterilizované devizové intervence 381–382
 Středisko cenných papírů 209
 Svensson, Lars 335
 Sveriges Riksbank 213
 svobodné bankovníctví 266
 swap 184–186, 235, 395–396
 switch operace 228
 systematická rizika 146
 systémové riziko 257, 258, 264
 systémy měnových kursů 379–387

 šek 37, 109–110
 špatné úvěry 261–262

 Taylor, John 334
 Taylorovo pravidlo 334, 345
 technická akciová analýza 165
 tendry 228
 teorie efektivních trhů 166

- teorie kapitálového trhu 195
 teorie likvidity 65
 teorie očekávání 64
 teorie oddělených trhů 66
 teorie preference likvidity 45
 teorie preferovaných umístění 65
 teorie záůjčných fondů 45, 50
 termínované vklady 107
 termínové obchody 205
 termínový trh 74
 tezaurace 16
 Tinbergen, Jan 323
 Tinbergenovo pravidlo 323
 tištění peněz – viz monetizace státního dluhu
 transakční náklady 16
 transakční poptávka po penězích 55, 283
 transakční rychlost peněz 272, 343–344
 transformace peněz 77
 transmisní mechanismus 275–276, 324–327,
 351–355
 transparentnost měnové politiky 218, 240,
 336
 trh cenných papírů 69
 tržní riziko 252
- účetní jednotka – viz funkce peněz
 uchovatel hodnoty – viz funkce peněz
 úrok 44
 úroková míra 44, 375–379
 úrokové riziko 96
 úrokový diferenciál 377–379
 úrokový swap 184
 úrokový transmisní mechanismus 352–355,
 324
 úsporné vklady 107
 ústřední kurs (central rate) 380–381, 383–384
 útěk k hotovosti 258
 úvěr přes noc 233
 úvěrová facilita – viz záůjčční facilita
 úvěrové ekvivalenty podrozvahových položek
 251–252
 úvěrové limity (stropy) 238
 úvěrové riziko 95
 úvěrový trh 73
- uzavřený fond 125
 uzavřený podílový fond 125
- váhy rizikovosti aktiv 250–251
 valutový trh 388, 393
 věřitel poslední instance 216, 230, 233,
 258–260
 vklady na viděnou – viz běžné vklady
 vlastní cenné papíry 223, 229
 vlastní kapitál 252
 vnitrodenní úvěr 244
 vnitřní hodnota akcie 161
 vnitřní hodnota dluhopisu 172
 vnitřní hodnota opce 183
 vnitřní hodnota peněz 32
 výkaz zisku a ztráty 94–95
 výnos 143
 výnos do doby splatnosti 173
 výnos do doby výpovědi 174
 výnosnost do doby splatnosti 61, 62
 výnosová křivka 63
 vynucené operace na volném trhu 227, 234
 vypůjčená měnová báze 19, 226
 výzvy 238
- warrant 177
 wholesalový produkt 98
 Wicksell, Knut 45, 51
- zahraniční finanční trhy 75
 zajištění (hedging) 177, 402–404
 zajišťovací deriváty 92
 zákonné platidlo 19, 32
 záůjčční facilita 233, 244
 závazkový úvěr 99
 zlaté krytí bankovek 26
 zlato 15–16, 21–23, 220
 zlatý dolarový standard 31–32
 zlatý pool 32
 zlatý standard 31
 zlehčování mincí 22–23
 zprostředkovatelský finanční trh 70
 zprostředkující kritérium 19, 226, 325
 Zvláštní práva čerpání – viz SDR

Zbyněk Revenda, Martin Mandel, Jan Kodera, Petr Musílek, Petr Dvořák

PENĚŽNÍ EKONOMIE A BANKOVNICTVÍ

V roce 2012 vydalo nakladatelství Management Press, s. r. o.,
nám. W. Churchilla 2, Praha 3, jako svou 431. publikaci

Obálku navrhl Petr Foltera

Vydání 5., aktualizované

Sazbu zhotovil Management Press

Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a. s.

ISBN 978-80-7261-240-6