

Trh dluhopisů v České republice

**– analýza s použitím a porovnáním různých ekonomických
pohledů**

Anna Dvořáková

Obsah

I. Úvod	4
II. Trh dluhopisů jako součást kapitálového trhu - definice pojmů	6
2.1. Zákonná úprava.....	6
2.2. Tržní uzance.....	7
2.3. Charakteristika dluhopisu na základě zahraniční literatury.....	9
2.4. Dluhopisy - forma nebo alternativa peněz.....	11
III. Makroekonomický pohled	12
3.1. <i>Pozice dluhopisů – teorie a praxe</i>	12
3.1.1. Dluhopisy v makroekonomických teoriích.....	12
3.1.2. Dluhopisy v bankovním sektoru.....	13
3.1.2.1. Podíl na aktivech a pasivech.....	13
3.1.2.2. Role dluhopisů při dodání likvidity.....	14
3.1.3. Dluhopisy jako investice.....	16
3.1.3.1. Stávající emise.....	16
3.1.3.2. Nové emise.....	17
3.1.4. Peněžní agregáty.....	17
3.2. <i>Vliv makroekonomických veličin a událostí na trh dluhopisů</i>	19
3.2.1. Makroekonomické veličiny a trh dluhopisů.....	19
3.2.2. Typy a zdroje makroekonomických informací.....	20
3.2.3. Očekávání a interpretace informace.....	22
3.3. <i>Závěry</i>	23
IV. Mikroekonomický pohled	25
4.1. <i>Tvorba tržních očekávání a cen</i>	25
4.1.1. Analýza odhadů vývoje úrokových sazeb.....	26
4.1.2. Intradenní obchodování.....	28
4.1.3. Kreditní přiřazka.....	31
4.2. <i>Závěry</i>	32
V. Institucionální pohled	34
5.1. <i>Poučení z finančních krizí</i>	35
5.2. <i>Model Inside-Across-Around & jeho aplikace na ČR</i>	36
5.2.1. Charakteristika.....	36
5.2.2. Základní faktory.....	37
5.2.2.1. Vnější faktory.....	37
5.2.2.2. Faktory napříč.....	39
5.2.2.3. Vnitřní faktory.....	43
5.2.3. Klíčové faktory.....	45
5.2.4. Faktory druhého řádu.....	49
5.2.5. Nejčastější problémy a řešení.....	51
5.3. <i>Vliv eura na trh dluhopisů</i>	54
5.3.1. Hlavní očekávání a skutečnost.....	55
5.3.2. Státní dluhopisy.....	56
5.3.2.1. Velikost trhu.....	56
5.3.2.2. Aukce a emise státních dluhopisů.....	56
5.3.2.3. Referenční aktiva a výnosová křivka.....	57

5.3.3. Emise privátního sektoru	58
5.3.4. Burzy – pokračující proces konsolidace	59
5.3.5. Vstup nových členů	59
5.4. Závěry	61
VI. Historický pohled na trh dluhopisů na území České republiky	62
6.1. Před první republikou (resp. stav za Rakousko-uherské monarchie)	62
6.1.1. Veřejný dluh	62
6.1.2. Municipality	67
6.1.3. Podnikové dluhopisy	67
6.1.4. Obecné pojednání	68
6.1.5. Vybrané charakteristiky dluhopisů	69
6.1.6. Banky jako účastníci na trhu dluhopisů	70
6.1.7. Pražská burza	71
6.2. 1. republika	72
6.2.1. Státní finance	72
6.2.2. Burza	74
6.2.3. Typy dluhopisů	75
6.3. Přejídná období	77
6.3.1. Veřejné finance	77
6.4. Novodobá historie	78
6.4.1. Transformační změny	78
6.4.2. Burza	80
6.4.3. Veřejné finance	82
6.4.4. Daňový režim dluhopisů	83
6.4.5. Další významné momenty	84
6.5. Závěry	84
VII. Současný stav – finanční pohled	86
7.1. Velikost trhu	86
7.1.1. Porovnání s jinými instrumenty na domácím trhu	86
7.1.2. Porovnání s ostatními zeměmi	88
7.2. Struktura trhu dluhopisů	91
7.2.1. Časová struktura trhu	91
7.2.2. Struktura trhu podle typu instrumentu	93
7.2.3. Struktura trhu podle sektorů	94
7.3. Burzy	96
7.4. Dluhopisy jako nástroj financování pro podnikovou sféru	98
7.5. Emise na zahraničních trzích	101
7.5.1. Emise domácích investorů v zahraničí	101
7.5.2. Emise eurodluhopisů	102
7.7. Závěry	103
VIII. Závěr	105
IX. Literatura a další zdroje	105

I. Úvod

Již uplynula víc než jedna dekáda od zahájení přechodu na tržní ekonomiku, která umožnila návrat dluhopisů na domácí scénu. Ačkoli je trh dluhopisů v očích české veřejnosti stále v pozadí měnového a akciového trhu, ve skutečnosti je jeho postavení pevnější než domácího akciového a možná i měnového trhu (v souvislosti s možným a plánovaným vstupem do Evropské měnové unie).

Tato práce se zabývá nejen postavením dluhopisů na domácím finančním trhu. Záměrem je podat ucelenější pohled na trh dluhopisů, poodhalení jeho slabin a možných směrů vývoje v kontextu s vývojem dluhopisových trhů ve vyspělejších ekonomikách. Zároveň by tato analýza domácího dluhopisového trhu měla podat obraz části finančního trhu ve světle různých ekonomických pohledů a směrů.

V počáteční kapitole bude věnována pozornost definici a použití termínů dluhopis a obligace. Tak jako jsou obtížně definovatelné peníze, je rovněž složité vyhranit definici dluhopisu a dalších dluhových instrumentů. Rovněž pojetí dluhopisů v makroekonomické rovině, jemuž se věnuje třetí kapitola, není vždy jednoznačné. Dluhopisy jsou často vnímány jako investice, ale chovají se tak skutečně? Mimo pojetí dluhopisů v „makrosvětě“ se zabývá třetí kapitola vlivem hlavních makroekonomických veličin na trh dluhopisů – jaké faktory mají na trh nejvýznamnější vliv a jak se dají interpretovat. Snaha odhadnout vývoj na trhu je úsilím a ústředním motivem činnosti řady analytiků a obchodníků. Tvorba odhadů a analýz však může být podstatným způsobem deformovaná aktuálním vývojem na trhu a dalšími faktory. Bližší pohled na tuto problematiku přináší 4. kapitola věnovaná mikroekonomickému pohledu. Významnou pozici na funkčnost trhu jako celku mají jeho instituce, ale i celkové prostředí a vazby mezi dluhopisovým trhem a ekonomikou. Institucionální pohled je námětem 5. kapitoly. Vychází se zde ze zkušeností zemí, které prošly určitým krizovým vývojem, a zkušeností západoevropských zemí při zavádění jednotné společné měny – eura. Právě tyto zkušenosti nabývají pro Českou republiku na významu tím, že datum možného vstupu do měnové unie je již na obzoru. Ačkoliv je společná evropská měna pro nás budoucností, dluhopisový trh na území České republiky vznikl v době, kdy jednotný měnový prostor přesahoval hranice České republiky. Pohled do historie vývoje trhu dluhopisů (6. kapitola) nás do tohoto období krátce vrátí a připomene rozdílná období a překážky, které musel domácí trh překonat k současnému stavu. Období transformace přispělo k oživení trhu a zásadní změně prostředí – včetně zákonné úpravy a daňového systému. Současný stav trhu je dílem právě tohoto relativně krátkého

období. Velikost, strukturu a další charakteristiky současného stavu trhu dluhopisů shrne 7. kapitola.

Tato práce v jednotlivých kapitolách pohlíží na trh dluhopisů a dluhopisy samotné z rozdílných směrů. Vazby, prolínání a doplňování jednotlivých kapitol navzájem by mělo ukázat, zda a jak je možné kombinovat rozdílné ekonomické náhledy a směry při zkoumání vybrané ekonomické problematiky – v tomto případě trhu dluhopisů - a prověřit jejich možnou syntézu alespoň na tomto vybraném úseku ekonomiky.

Autorka si uvědomuje, že téma dluhopisů na domácím trhu není ani zdaleka touto prací vyčerpané. Zejména oblasti dotýkající se právních, daňových a účetních otázek jsou jen naznačené. Tato studie rovněž není výkladovým materiálem o dluhových instrumentech, jejich charakteristikách a oceňování.

Každá z uvedených kapitol a náhledů by mohla být rozšířena o další oblasti a problematiku. Cílem této práce však není vybudovat uzavřený a jednoznačný pohled, ale otevřít prostor, který se může dále rozvíjet, doplňovat a ucelovat. Pokud se vám při čtení této práce objeví další náměty a otázky, bude část mého záměru - oživit zájem o trh dluhopisů a využití rozdílných ekonomických pohledů na rozdílné oblasti hospodářství - splněna.

II. Trh dluhopisů jako součást kapitálového trhu - definice pojmů

Ve většině ekonomických publikací¹ zabývajících se finančními trhy a jejich instrumenty zaujímá trh dluhopisů resp. dluhových instrumentů nepostradatelné místo. Na druhou stranu pod pojmem dluhopis nelze najít ani jediný odkaz v knihovně CERGE² (pod pojmem „obligace“ se skrývaly 3 odkazy³ a pojem „bond“ byl již hojně využíván). Rovněž jeden z prvních ekonomických slovníků na české půdě, Macmillanův slovník moderní ekonomie, vůbec nepoužívá pojem dluhopis, nýbrž obligace. Jak lze vysvětlit tento jev a jak vůbec charakterizovat dluhopis, obligaci či trh dluhopisů?

2.1. Zákonná úprava

V současné zákonné úpravě se používá výhradně pojem dluhopis⁴, přičemž podle poslední novelizace zákona o dluhopisech (530/1990 s posledními úpravami k 1.1.2001 v zákoně 368/2000) zní definice následovně: „Dluhopis je zastupitelný cenný papír, s nímž je spojeno právo požadovat splacení dlužné částky podle § 12⁵ ve jmenovité hodnotě dluhopisu ke dni splatnosti dluhopisu a vyplacení výnosů z něho podle § 10⁶ k určenému datu nebo datům a povinnost osoby, která dluhopis vydala, („emitent“) tato práva uspokojit... Emitentem může být pouze právnická osoba, pokud zvláštní zákon této právnické osobě vydávání dluhopisu nezakazuje.... Celkový objem emise dluhopisu v jmenovité hodnotě nesmí být nižší než částka v českých korunách, která odpovídá částce 200 000 EUR...“

Podle paragrafu 18 (oddíl státní dluhopisy) výše uvedeného zákona o dluhopisech se státní dluhopisy s dobou do splatnosti do jednoho roku označují jako státní pokladniční poukázky.

Na základě této definice není pojem dluhopis omezen jeho dobou do splatnosti a je používán i pro instrumenty s dobou do splatnosti rovné nebo kratší jeden rok. Krátkodobé státní dluhopisy mají přitom vlastní označení – státní pokladniční poukázky (tento instrument slouží k překlenování krátkodobého nedostatku likvidity státního rozpočtu z důvodu časových rozdílů

¹ Mezi domácí autory patří zejména Prof. Ing. Josef Jílek, CSc.; další viz přehled literatury.

² CERGE... The Center for Economic Research and Graduate Education of Charles University

³ Počátkem roku 2002

⁴ viz. zákon o dluhopisech 530/1990 Sb. a zákon o cenných papírech 591/1992 Sb. (podle novelizací k roku 2002)

⁵ Jednorázově k určitému datu nebo splátkami stanovenými v emisních podmínkách.

⁶ Způsobem a v termínech stanovených v emisních podmínkách zejména jako a) pevná úroková sazba, b) pevná úroková sazba a podíl na zisku, c) rozdílem mezi jmenovitou hodnotou dluhopisu a jeho nižším emisním kursem, d) slosovateľnou prémie nebo prémie v závislosti na lhůtě splatnosti dluhopisu, e) pohyblivou úrokovou sazbou, popřípadě vývojem devizových kursů v závislosti na pohybu úrokových sazeb či kursů na finančním trhu a f) kombinací výše uvedených způsobů s výjimkou způsobu uvedeného v písmenu c).

mezi příjmy a výdaji). Systém trhu krátkodobých dluhopisů (TKD) ⁷ spravuje a provozuje ze zákona Česká národní banka (ČNB). TKD se využívá pro emisi a registraci všech zaknihovaných cenných papírů se splatností do 1 roku a pro vypořádání obchodů s těmito cennými papíry. V systému jsou registrovány především státní pokladniční poukázky a poukázky ČNB (dluhopisy ČNB sloužící k ovlivňování výše volné likvidity pro účely implementace měnové politiky).

Nicméně v dřívější době zákon o dluhopisech č. 530/1990 Sb. se změnami do roku 1999 (včetně) pojem obligace používal – a to jako speciální druh dluhopisu: komunální a zaměstnanecké obligace.

2.2. Tržní uzance

Přechod na tržní ekonomiku přinesl s sebou mimo jiné i problémy s finanční terminologií. Centrálně plánovaná ekonomika nepotřebovala řadu tržních výrazů, které byly standardně používané ještě za tzv. první republiky (viz 6. kapitola), a upadly tak v zapomnění. Navíc na vyspělých trzích docházelo k finančním inovacím a tedy i k zavedení nových pojmů.

Termín dluhopis je historicky doložen na českém území, ale mimo něj existovaly rovněž další výrazy⁸ pro instrumenty, jejichž charakteristiky odpovídají současným charakteristikám dluhopisů. Dluhopis byl použit jako základní termín v zákonné úpravě (viz výše). V současné době je standardně používaný českými finančními subjekty včetně BCPP (Burza cenných papírů Praha, a.s.), Komisí pro cenné papíry apod.

Termín obligace se na počátku 90. let začal hojně používat jako instrument kapitálového trhu, zejména pro státní dluhopisy nebo speciální formy dluhopisu (dluhopis je dle zákonné definice instrument nejen kapitálového, ale i peněžního trhu). V širším pojetí (tak jak jej používají finanční subjekty na webovských stránkách) znamená obligace v podstatě synonymum dluhopisu.

⁷ Systém TKD zajišťuje převody cenných papírů na principu DVP (delivery versus payment) tak, že je převod dokončen až po zaúčtování na účtech bank v systému CERTIS (v dnešní podobě je provozován od května 1995). Podle výroční zprávy ČNB za rok 2002 byla většina bank v ČR přímými účastníky systému TKD a v roce 2001 došlo k převodům cenných papírů v objemu téměř 23 bilionu korun. Kromě organizace aukcí a vypořádávání obchodů s dluhopisy podporuje systém TKD od roku 1998 plynulý provoz systému CERTIS tím, že cenné papíry ve vlastnictví bank slouží jako zástava (tzv. kolaterál) pro vnitrodenní úvěr poskytovaný bankám ČNB v systému CERTIS. V roce 2001 byl zahájen projekt modernizace systému TKD a v průběhu roku 2002 by měla být uvedena do provozu nová verze systému s vyšší úrovní zabezpečení, výkonností a možností poskytovat vnitrodenní úvěr v systému CERTIS automatizovaně přímo dle pokynů a potřeb bank. Systém bude po zprovoznění nové verze přejmenován na „Systém krátkodobých dluhopisů“ – SKD.

⁸ Např. dlužní úpis

Tabulky 2.1. a 2.2. dávají přehled o frekvenci použití uvedených pojmů (tj. dluhopis a obligace) na webovských stránkách významných finančních institucí a na vybraných českých vyhledávačích (listopad 2002).⁹

Tab. 2.1.: Dluhopisy ve vyhledávačích

	Seznam		Atlas		Centrum		Zmije		Najdi to	
	odkazy	fulltext	Odkazy	fulltext	odkazy	fulltext	Odkazy	fulltext	odkazy	fulltext
dluhopis	23	1138	19	280	1984	1979	26	Více než 500 stran	23	888
obligace	7	3609	6	609	3885	3877	4	Více než 500 stran	47	2222

Tučně je vyznačeno častější použití. Z uvedených dat je zřejmé, že výskyt slova dluhopis je častější v odkazech, zatímco v plném textu (fulltext) při použití výše vybraných vyhledávačů jasně převažuje pojem obligace.

Tab. 2.2.: Dluhopisy na webovských stránkách domácích finančních institucí

Finanční instituce	Dluhopis	Obligace
BCPP	23 stran 56 novinek	1 strana
ČNB	326	43
ČS	510	23
ČSOB	1	27
KB	Tento typ vyhledávání neumožňuje	
	dluhopis je definován ve slovníku	obligace není definována ve slovníku
MFČR	23	5
Patria (komentáře)	178	1

Zdroj: webovské stránky uvedených institucí

Používání termínů dluhopis a obligace na webovských stránkách významných finančních institucí je s výjimkou ČSOB výrazně ve prospěch slova dluhopis (pravděpodobně díky jeho použití ve významných zákonech týkajících se kapitálového trhu).

⁹ Mimo pojmů dluhopis a obligace byl občas používán v textu psaném v českém jazyce i anglický výraz bond.

Podle definice BCPP (zveřejněné na www.pse.cz) je dluhopis cenný papír, který se řadí k těm nejméně rizikovým, přináší zpravidla menší, avšak pravidelné výnosy a jeho nominální hodnota je poměrně vysoká. V definici obligace je uvedeno: viz dluhopis.

Uvedená fakta svědčí pro používání pojmu dluhopis jako základního výrazu, přičemž pro instrumenty peněžního trhu je vhodné použít konkrétní označení (tj. např. státní pokladniční poukázky). Trh dluhopisů pak znamená v širší definici trh jakýchkoliv dluhopisů (včetně pokladničních poukázek a případně i dluhopisových derivátů), v užší definici pouze část kapitálového trhu (tj. instrumenty se splatností v době vydání nejméně jeden rok) bez jejich derivátů (toto použití je např. ve statistikách BCPP).

Mezi jednu z nejstarších definic v domácím prostředí (poměrně rozsáhlou a vycházející až z římského práva) patří definice z Ottova slovníku naučného (vydaného v letech 1888-1908), jejíž hlavní část zní: „Dluhopis vůbec jest právní listina, obsahující závazek k zaplacení jistého dluhu. Jako taková může býti d. listinou pouze důkazní, pokud totiž byl zřízen o dluhu, jenž neodvisle od listiny vznikl, anebo také zároveň listinou dispositivní, pokud se zřízením jeho právo samo založilo. D. obsahovati má právní důvod dluhu (ze zápůjčky, z kupní ceny atd.); podle řím. práva jest aspoň pochybno, postačí-li listina právního důvodu neobsahující (t. zv. *cautio indiscreta*) k důkazu....“

2.3. Charakteristika dluhopisu na základě zahraniční literatury

Johnson (1993): „Smluvní závazek/dluh, kterým se emitent zavazuje splatit dohodnutou částku (nominální hodnota, hodnota při splatnosti); obecně s periodickými úrokovými platbami ve fixní výši v určených časových obdobích (kuponové platby).“¹⁰

Fabozzi (1997): V základním pojetí je cenný papír s fixním příjmem finanční závazek subjektu (emitenta), který slibuje zaplatit specifikované množství peněz ve specifikovaný den v budoucnosti. Do této skupiny spadají mimo dluhových závazků (tj. dluhopisy, cenné papíry ručené hypotékami – v ČR hypoteční zástavní listy, cenné papíry kryté aktivy) rovněž prioritní akcie.¹¹

¹⁰ V originále: “Contractual liabilities that obligate the issuer to pay a specific amount (the par, face or maturity value) at a given date in the future (the maturity date), generally with periodic interest payments in the interim at a fixed rate (the coupon rate).”

¹¹ V originále: “Basically, a fixed income security is a financial obligation of an entity (the issuer) who promises to pay a specified sum of money at specified future dates... Fixed income securities fall into two general categories: debt obligation and preferred stock....Fixed income securities that are debt obligation include bonds, mortgage-backed securities, and asset-backed securities.” (str. 1 a 21)

Dluhopisy se obvykle řadí mezi nástroje kapitálového trhu (tj. s dobou do splatnosti delší než jeden rok – k datu emise).

Mezi nejdůležitější charakteristiky dluhopisů patří

- **pevná doba do splatnosti** (maturity) - s výjimkou perpetuity, tj. nekonečné obligace
- **pevně definovaná struktura plateb úroků** (coupon payments) **a splátky jistiny** (principal, face, redemption, maturity value) – existuje celá řada variací – např. přivolatelné dluhopisy (callable bond), dluhopisy bez kuponových plateb (zero-coupon bond) nebo s pohyblivou výší kuponu (variable & floating-rate bonds). Rovněž může dojít k restrukturalizaci předem definovaných plateb.
- **obchodovatelnost na sekundárním trhu** - mohou existovat výjimky - zejména u privátně umístěných dluhopisů

Shrneme-li tyto charakteristiky, jedná se o likvidní formu dluhu, jehož emitentem může být jakákoli právnická osoba (pro případ České republiky).

Finanční inovace během posledních dvou desetiletí znamenaly pro trh dluhopisů (resp. dluhových cenných papírů) výrazný průlom. Běžné charakteristiky jako pevná doba do splatnosti, výše i frekvence kuponových plateb jsou někdy obtížně definovatelné. Existuje celá řada variant plateb kuponů (včetně odložených splátek, splátek vázaných na různé indexy, výnosy apod.) a splátek jistiny (můžeme být propojeno na splatnost nebo zánik jiných instrumentů apod.).

Výnos dluhopisu lze vyjádřit různými způsoby (např. kupónový výnos, kapitálový výnos, běžný výnos, výnos do splatnosti, výnos do přivolání, výnos na horizontu, nejhorší možný výnos – při existenci opcí, marže nad specifikované výnosy – zejména mezibankovní sazby). Nejčastěji se používá tzv. výnos do splatnosti (yield to maturity), který představuje úrokovou sazbu, při které současná hodnota všech plateb z dluhopisu se rovná jeho tržní hodnotě s alikvótním (narostlým) úrokovým výnosem (accrued interest)¹².

V této práci bude používán výraz výnos pro výnos do splatnosti (pro dluhopisy s fixním kuponem). Pro dluhopisy s plovoucím/ variabilním kuponem (floating/ variable coupon) bude používána marže (spread) nad mezibankovní sazby (v případě ČR PRIBOR). Výnos nestátních dluhopisů může být rovněž vyjádřen jako marže nad výnosem státních dluhopisů.

¹² Definice podle Fabozziho (1997) – v originále: „The yield to maturity is the interest rate that will make the present value of the cash flows from a bond equal to its market price plus accrued interest.“ (str. 57)

2.4. Dluhopisy - forma nebo alternativa peněz

Vzhledem k poměrně vysoké likviditě některých druhů dluhopisů (zejména je-li emitentem stát s vysokým ratingovým ohodnocením) mohou být tyto instrumenty považovány za jednu z forem peněz.

Na druhé straně jsou obligace v některých makroekonomických teoriích považovány za tzv. nepeněžní finanční nástroje (investice) resp. alternativu peněz nesoucí na rozdíl od peněz úrok. Vychází z toho například dvoupólové vidění světa, kdy veškeré bohatství tvoří peníze a/nebo obligace více k tomuto tématu bude zmíněno v následující – 3. kapitole.

V této práci bude pohlíženo na dluhopisy především jako na dlouhodobé instrumenty a trh dluhopisů jako součást kapitálového trhu. V případě, že by tomu bylo jinak, bude tato změna vnímání pojmů uvedena.

III. Makroekonomický pohled

Dosud byly zmíněny a definovány dluhopisy jako finanční instrument umožňující dluhové financování především dlouhodobějších investic. Rovněž však bylo naznačeno, že v určitých případech lze pohlížet na dluhopisy jako na formu peněz. Tento pohled by měla tato kapitola přiblížit.

Dluhopisy bývají v makroekonomických teoriích často zastřeny použitím dlouhodobých úrokových sazeb – zkoumá se jejich vliv na směnný kurs, velikost čistého exportu, HDP, zaměstnanost apod. Dlouhodobé úrokové sazby (a jejich vliv na ekonomiku) jsou sice spojeny s jakýmkoli dluhovým instrumentem (v případě ČR jsou v majoritě úvěry¹³ - viz dále kapitola o současném stavu), ale pro analýzu chování a vlivu dlouhodobých úrokových sazeb jsou dluhopisy vhodné zejména z důvodu vyšší dostupnosti cen (a tedy i výnosů) a možnosti sledovat jejich reakci na změny makroekonomických veličin.

Vyšší dostupností se pro analýzu v ČR má na mysli pravidelné zveřejňování burzovních cen na internetu a v Hospodářských novinách ([viz](#) průměrné referenční ceny BCPP) na denní bázi a na hlavních finančních terminálech (např. Reuters a Bloomberg) v reálném čase. Uvedené zdroje a regulační orgány ([viz](#) regulace) informací přinášejí nejen ceny, ale i další informace o emitentovi a tržních podmínkách v míře, která je výrazně vyšší než u jiných finančních instrumentů (například úvěry a leasing).

Vzhledem k tomu, že téma vlivu úrokových sazeb na makroekonomické veličiny je velmi rozsáhlé a ne zcela svázané s dluhopisovým trhem, bude v tomto textu věnována pozornost spíše vlivu makroekonomických veličin na trh dluhopisů.

3.1. Pozice dluhopisů – teorie a praxe

3.1.1. Dluhopisy v makroekonomických teoriích

Z makroekonomického hlediska je pozice dluhopisů relativně flexibilní. Jak už bylo zmíněno, dluhopisy byly a jsou často považovány za alternativu peněz (investice) pro jejich dlouhodobý účel. Takto figurují již od dob klasických teorií (poptávka po penězích je nepřímou úměrnou úroku z obligací)¹⁴, přes Keynesův AS-AD model, Tobinovu definici bohatství i ve vícegeneračních modelech hospodářského růstu (Diamond).

¹³ V roce 2001 podíl úvěrů (včetně státních) na aktivech bankovního sektoru činil přibližně 34% - 922 mld. Kč (v posledních 5 letech byl zřetelný pokles tohoto podílu; objem více méně stagnoval), zatímco tržní kapitalizace dluhopisů na BCPP dosáhla na konci roku 2001 319 mld. korun, přičemž v uplynulých letech byl zřetelný nárůst.

¹⁴ V době klasických teorií byly dlouhodobé dlužní úpisy i perpetuity častější (na území R-U) než v současnosti – viz kapitola o historickém vývoji.

Ve skutečnosti však mohou být některé cenné papíry i likvidnější resp. dostupnější a použitelnější pro finanční platby než hotovost – například hotovost bank uložená v bankomatech je sice dostupná pro širokou veřejnost, ale nevhodná při platbách samotných bank jiným finančním subjektům.

3.1.2 Dluhopisy v bankovním sektoru

Chápání podstaty dluhopisů je vhodné si doložit u klíčových subjektů finančního systému – bank.

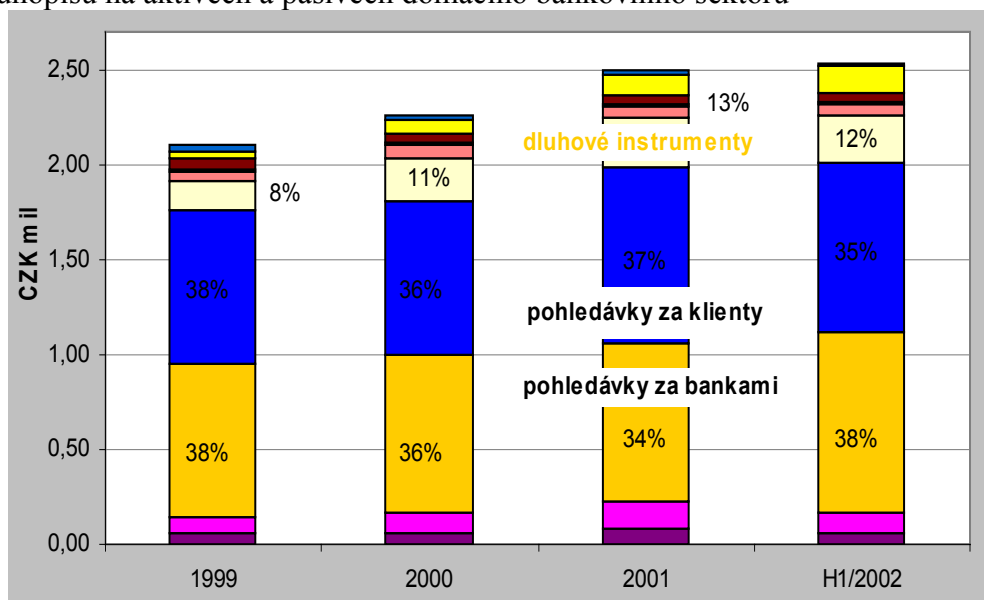
3.1.2.1. Podíl na aktivech a pasivech

Následující grafy (obr. 3.1.) nám znázorňují použití dluhopisů (resp. dluhových cenných papírů) v aktivech a pasivech českého bankovního sektoru.

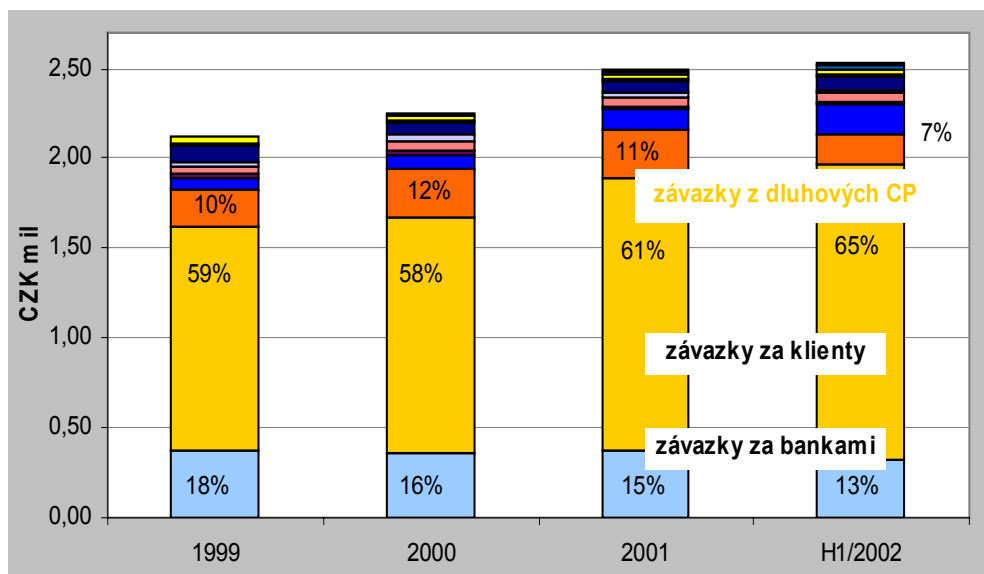
Z rozvahy bank je zřejmé, že dluhopisy se podílejí přibližně 12% na aktivech a 7% na pasivech bank. Nejsou tedy rozhodujícím investičním instrumentem, ani zdrojem financování. Na druhou stranu není jejich pozice zcela bezvýznamná – hrají roli jak při investování, tak při získávání finančních zdrojů. Důležitou pozici mohou mít navíc při dodávání likvidity bankovním subjektům.

Obr. 3.1. Podíl dluhopisů na aktivech a pasivech domácího bankovního sektoru

Aktiva



Pasiva



Zdroj: ČNB – www.cnb.cz, 10/2002

3.1.2.2. Role dluhopisů při dodání likvidity

Existuje hned několik způsobů dodání likvidity prostřednictvím dluhových instrumentů. Moderní systémy obchodování a finanční inovace umožňují zlikvidovat řadu cenných papírů zejména těch s vyšším kreditem. Likviditu tak mohou dodávat i dlouhodobější instrumenty.

Mezi základní používané způsoby patří:

- a) přímý prodej nebo operace prodej se zpětným nákupem (repo nebo buy-and-sell)
- b) sekuritizace
- c) majetkové převedení jako vyrovnání závazku

Je pravděpodobné, že při potřebě vyššího objemu hotovosti v krátkém časovém okamžiku je efektivnější použít k tomuto účelu více zdrojů, tj. nejen např. hotovost a krátkodobé pohledávky za bankami. Zvýšená nabídka jednoho instrumentu by vyvolala pokles jeho ceny a snížení příjmů pro banku, což by v podstatě znamenalo zvýšenou cenu za likviditu. Kromě toho krátkodobé pohledávky za bankami nelze zcela zlikvidovat, jestliže si chce banka udržet schopnost vykonávat hladké zprostředkování finančních operací.

Podíváme-li se na celkovou bilanci bank v České republice (viz tab. 3.1.), banky jen zřídka drží oproti vkladům na viděnou hotovost. Hotovost je využívána především z operačních důvodů – zabezpečení provozu na pobočkách a v bankomatech.

Proti krátkodobým závazkům¹⁵ staví banky zřejmě i některé dluhové cenné papíry, které mohou být likvidnější (obvykle jsou obchodované na sekundárním trhu) než dlouhodobé pohledávky za bankami.

Tab. 3.1.: Přehled posledního vývoje krátkodobých aktiv a pasiv bankovního sektoru v ČR

	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001	30.6.2002
Závazky vůči bankám splatné na požádání	10 017	7 717	18 902	17 502
Závazky vůči klientům splatné na požádání	383 786	457 870	555 829	615 283
Krátkodobá deposita – celkem	393 802	465 586	574 731	632 785
<i>Pokladní hotovost</i>	<i>35 280</i>	<i>33 168</i>	<i>38 189</i>	<i>26 541</i>
Vklady u emisních bank	27 754	28 103	42 092	36 093
Pohledávky za bankami - splatné na požádání	23 179	7 898	18 248	30 624
Pohledávky za klienty – splatné na požádání	35 721	38 366	47 232	18 778
Dluhopisy stát. a emis. bank přijímané k refinancování	78 321	110 473	143 801	104 247
Dluhové cenné papíry	159 283	229 863	268 367	260 045
Likvidní aktiva – celkem	359 538	447 872	557 929	476 328
Krátkodobá deposita – hotovost	358 522	432 418	536 542	606 243
Krátkodobá deposita – likvidní aktiva	34 264	17 714	16 802	156 457
<i>Celková aktiva bankovního sektoru</i>	<i>2 110 768</i>	<i>2 255 259</i>	<i>2 500 321</i>	<i>2 532 785</i>

Zdroj: ČNB (www.cnb.cz), upraveno autorkou

Trendem v anglo-saských zemích v uplynulém desetiletí bylo získávat likviditu resp. uvolňovat si kapitálové zdroje prostřednictvím sekuritizace, tj. transformací úvěrů či jiných aktiv na cenné papíry zajištěné těmito aktivy. Tento proces tak podpořil úlohu dluhových instrumentů při získávání likvidity – v dlouhodobějším plánování a uskutečňování.

Dalším zmíněným způsobem je vyrovnání závazků prostřednictvím majetkového převedení cenných papírů. V případě, že se jedná podle předem definovaného rámce, může být tento způsob velmi rychlý a efektivní.

Mimoto se vysoce likvidních dluhopisů užívá (kromě hotovosti) jako zástava při derivátových operacích.

¹⁵ Vklady jako krátkodobé závazky mají ale za normálních podmínek dlouhodobější charakter (obvykle jsou zůstatky na běžných účtech klientů vyšší než aktuální potřeba).

V souvislosti s rolí dluhových instrumentů při získávání likvidity je možné na dluhopisy (zejména státní) nahlížet jako na formu peněz. Vzhledem k tomu že i krátkodobá forma peněz dokáže nést úrok, dochází tak k prolínání peněz v klasickém pojetí a investic.

3.1.3. Dluhopisy jako investice

3.1.3.1. Stávající emise

Jak již bylo zmíněno, na dluhopisy je možné nahlížet rovněž jako na alternativu peněz – investice (tj. instrumenty nesoucí výnos a mající omezenou likviditu). Z tohoto pohledu je vhodné na ně pohlížet zejména, pokud se jedná o málo likvidní instrumenty nebo jejich prodej je nějakým způsobem omezen (např. pokud jsou vedeny v bankách v portfoliu cenných papírů držených do splatnosti¹⁶). Zatímco dlouhodobé státní dluhopisy určené k obchodování mohou být znatelně likvidnější než státní pokladniční poukázky v kterémkoli portfoliu, shodné cenné papíry držené v portfoliu cenných papírů držených do splatnosti (někdy rovněž označováno jako investiční portfolio) mají likviditu podstatně omezenou.

Tyto rozdílné formy držení dluhopisů mají výrazný dopad na chování dluhopisů a jejich majitelů při změně makroekonomických veličin a úrokových sazeb.

Tab. 3.2. Různé chování vybraných aktiv bank na změnu úrokových sazeb

Aktiva banky/ tržní očekávání	Dluhopisy v portfoliu cenných papírů držených do splatnosti	Dluhopisy (fixní kupon) držené v portfoliu cenných papírů k obchodování	Dluhopisy (plovoucí kupon) držené v portfoliu CP k obchodování	Hotovost
Začne se očekávat růst úrokových sazeb	Cena dluhopisů v portfoliu není ovlivněna	Cena dluhopisů klesne	Cena dluhopisů zřejmě vzroste	„Cena“ není ovlivněna

Cenou se zde myslí cena užívaná pro účetní účely – nezahrnuje vliv znehodnocení inflací. Uvedené schéma však platí pro instrumenty, jež již byly při změně očekávání v portfoliích bank. Růst nebo pokles úrokových sazeb tak nemusí celkově znamenat nižší nebo vyšší výnos pro banku na základě jejího držení dluhových instrumentů v portfoliích. Ten je ovlivněn tím, jak byla banka připravena na danou změnu očekávání (tj. jaké bylo její očekávání a zabezpečení proti výkyvu úrokových sazeb).

¹⁶ V souladu s mezinárodními účetními standardy (IAS) současná účtová osnova umožňuje bankám držet dluhopisy v portfoliích: držené do splatnosti, určené k prodeji, určené k obchodování a případně na portfoliu pro primární emise. Umístění dluhopisů do portfolia cenných papírů držených do splatnosti umožňuje bankám nepřeceňovat tyto instrumenty podle trhu tzv. marking to market).

Podobné by bylo chování při změně očekávání inflačního vývoje případně dalších makroekonomických veličin majících vliv (resp. trh se v daný okamžik domnívá, že mají vliv) na budoucí vývoj úrokových sazeb.

Jestliže tedy vnímáme dluhopisy jako dlouhodobé investice, tj. instrumenty, které jsou drženy do splatnosti, jejich cena se nemusí shodovat s tržní cenou stejných instrumentů držných za účelem obchodování. Změna úrokových sazeb a makroekonomických veličin by měla na již emitované dluhopisy držené do splatnosti jen velmi limitovaný vliv. (Pokud by se banka přece jen rozhodla prodávat z portfolia cenných papírů držných do splatnosti a překročila definovaný limit daný mezinárodními účetními standardy, došlo by k tržnímu přecenění celého objemu daných instrumentů v portfoliu cenných papírů držných do splatnosti.)

Na základě výše uvedených jevů lze říci, že **likvidita dluhopisů a tedy jejich povaha nezávisí ani tak na době do splatnosti, ale na jejich zaúčtování v portfoliích majitelů** (v ČR především bank).

3.1.3.2. Nové emise

Vliv změny úrokových sazeb na nové emise dluhopisů a investice do dluhových instrumentů je nezávislý na tom, do jakého portfolia bude daný instrument zařazen.

Přesto nemusí zcela platit, že vyšší výnos znamená vyšší poptávku po dluhopisech a naopak.

Toto chování lze vysvětlit na domácím trhu buď

- a) nepružnou poptávkou (Toto vysvětlení je realistické např. pro stavební spořitelny, které dostávají vyšší objemy peněz nárazově – roční příspěvky státu nebo spoření ke konci roku.) nebo
- b) psychologickými jevy (např. tzv. stádový efekt – častý zejména při krizových situacích: trh zachvátí panika a většina subjektů usiluje spíše o prodej dlouhodobých aktiv, které jsou při změně úrokových sazeb nejvíce volatilní – nebo vyčkávací strategie – investor při poklesu cen čeká, jestli ještě pokles nebude pokračovat a může tak „propást“ nejlevnější okamžik) – některé specifické chování bude popisováno v následující kapitole – mikroekonomický pohled.

3.1.4. Peněžní agregáty

Smazávání základních rozdílů mezi penězi a investicemi přispělo v praxi k rozšiřování peněžních agregátů při sledování peněžní zásoby, později k odklonu od monetárních teorií. V mnoha zemích již širší měnové agregáty zahrnují v nějaké podobě dluhopisy.

Následující tabulka porovnává měnové agregáty v České republice, Maďarsku, Polsku a Evropské měnové unii.

Tab. 3.3.: Dluhopisy v měnových agregátech

Česká republika					
	M1	M2	L		
	Oběživo	M1	M2		
	Vklady na viděnou v CZK	termínované vklady v CZK (včetně depozitních certifikátů)	SPP a poukázky ČNB držené nebank. subjekty		
		směnky a poukázky			
		cizoměnová depozita			
Maďarsko					
	M1	M2	M3	M4	
	Mince a bankovky mimo banky	M1	M2	M3	
	Vklady na viděnou a běžné účty v HUF	termínované+úsporné vklady v HUF	cenné papíry emitované resident. úvěr. institucemi	státní cenné papíry držené mimo banky	
		cizoměnová depozita u residentních fin. ústavů		domácí dluhopisy Maď. centrální banky držené mimo banky	
Polsko					
	M0	M1	M2	M3	M3 rozšířené
	Oběživo	Oběživo	M1	M2	M3
	Běžné účty bank	Vklady na viděnou v PLN (nebankovních subjektů)	termínované vklady v PLN nebankovních subjektů	depozitní certifikáty (negociovatelné)	splatný úrok nebankovních subjektů
		Vklady na viděnou v jiných měnách (nebank. Subjektů)	termínované vklady v jiných měnách nebankovních subjektů	dluhopisy bank	
		spořitelní knížky domácností (a vista)	depozitní certifikáty		
			spořicí dluhopisy		
			repo operace nebankovních subjektů		
Evropská měnová unie					
	M1	M2	M3*		
	Oběživo	M1	M2		
	Denní vklady (O/N deposits)	termín. vklady (se splat. do 2 let) i cizoměnové	repo operace		
		vklady s výpovědní lhůtou (do 3 měs.) i cizoměnové	podílové listy/akcie peněžních fondů		
			cenné papíry peněžního trhu		
			dluhové cenné papíry (do 2 let)		

*vztahuje se na cenné papíry bank

Zdroj: ECB (www.ecb.int)

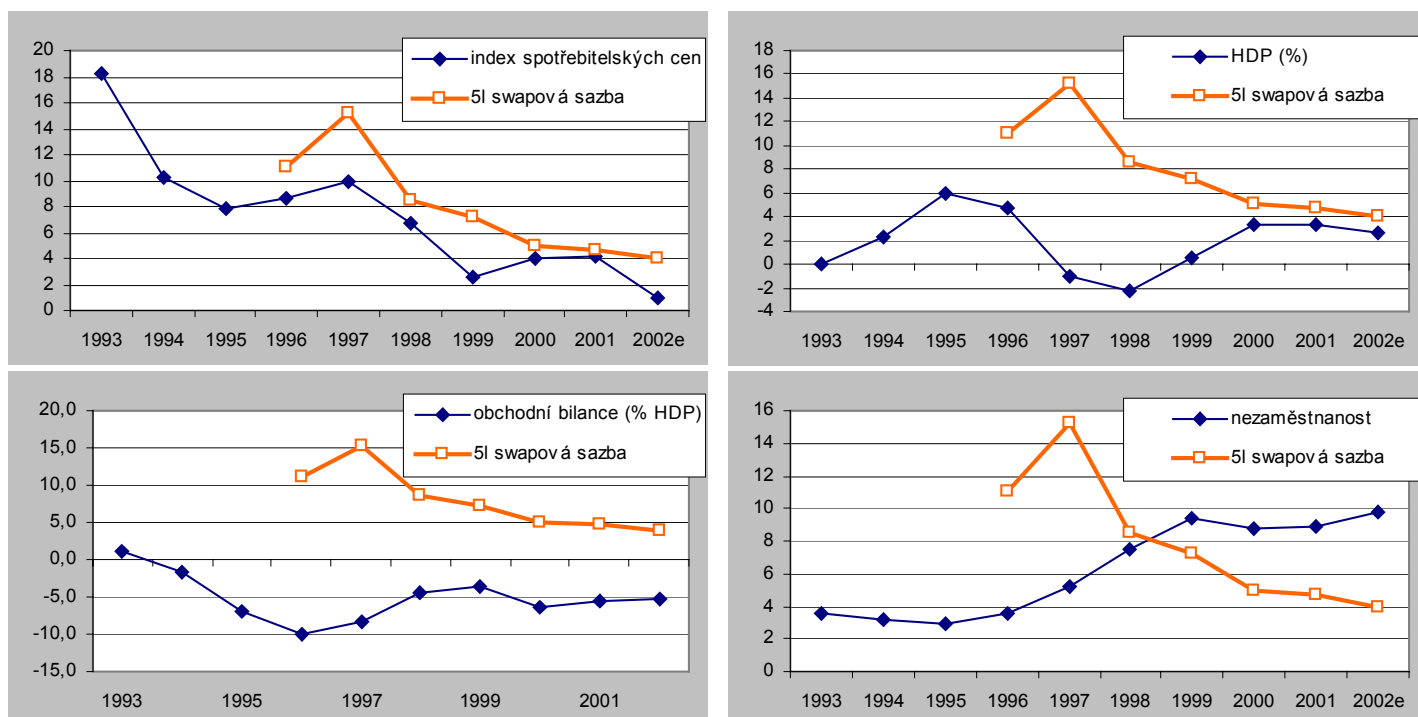
Ve výše uvedené tabulce se v měnových agregátech se objevují mimo instrumenty peněžního trhu rovněž dluhopisy státu a bank – a to v agregátech M3, případně v podobě repo operací v agregátech M2.

3.2. Vliv makroekonomických veličin a událostí na trh dluhopisů

3.2.1. Makroekonomické veličiny a trh dluhopisů

Zatímco na akciových trzích¹⁷ se ceny akcií pohybují především na základě zpráv o jednotlivých společnostech nebo takových, které ovlivní finanční situaci společností (tj. i pohyb měny a úrokových sazeb), dluhopisové trhy jsou ovlivněny především zprávami o makroekonomickém vývoji.

Obr. 3.2.: Úrokové sazby a makroekonomické veličiny



Zdroj: Bloomberg, Patria – data (listopad 2002)

Výše uvedené grafy (obr. 3.2.) ukazují vývoj základních makroekonomických ukazatelů v porovnání s vývojem 5leté swapové sazby¹⁸.

Výrazná pozitivní korelace mezi indexem spotřebitelských cen a swapovými sazbami nepřekvapuje, u ostatních veličin zachycených ve grafech je všude zřejmá negativní korelace.

¹⁷ za normálních podmínek – tj. stabilní politická a více méně i makroekonomická situace včetně institucionálního rámce (zákonná úprava, daňový režim, regulace, dohled, soudnictví apod.)

¹⁸ 5letý horizont byl vybrán, protože dlouhodobější sazby se prakticky až do konce 90.let kotovaly pouze sporadicky a je prakticky nemožné vytvořit syntetický 5letý výnos státního dluhopisu, který by odpovídal realitě..

Uvedené grafy (obr. 3.2.) jsou jen příkladem vzájemného vlivu makroekonomických veličin a úrokových sazeb. Zkoumání vzájemných vztahů by vyžadovalo podstatně hlubší analýzu.

Blíže se zaměřím pouze na představení makroekonomických faktorů působících na dluhopisový trh a vliv skutečného a očekávaného vývoje makroekonomických ukazatelů.

3.2.2. Typy a zdroje makroekonomických informací

Vývoj na trhu dluhopisů je ovlivněn celou škálou makroekonomických informací a jejich vzájemnému seskupení. Právě díky spolupůsobení mnoha faktorů (včetně politických a mezinárodních událostí) je často poměrně obtížné blíže specifikovat vliv jednotlivých veličin. Navíc se důležitost jednotlivých ukazatelů může v čase měnit.

Mezi kursotvorné faktory patří zejména

a) Makroekonomické indikátory – jejich zveřejnění, odhady a analýza

Zdrojem těchto informací v České republice jsou především pravidelné ekonomické reporty zveřejňované Českým statistickým úřadem a jednotlivými ministerstvy. Měsíční, čtvrtletní a roční data mají předem stanovený den, čas a způsob zveřejnění, zatímco odhady, revize a komentáře mohou být a jsou zveřejňovány nepravidelně. Datum zveřejnění je uveřejněn v ročním kalendáři zveřejňování statistických dat, čas je obvykle v 9 hodin dopoledne místního času přes hlavní ekonomická média (např. webovské stránky ČSÚ; Reuters, Bloomberg).

Vliv nově zveřejněných statistických dat na trh je dán nejen podle ekonomické informace, kterou data přinášejí, ale zejména podle předchozího očekávání těchto dat.

Mimoto většina subjektů působících na domácím trhu (včetně neresidentů) zpracovává vlastní odhady a analýzy hlavních makroekonomických dat a celkového vývoje. Souhrnná očekávání řady těchto subjektů jsou zveřejňována na různých terminálech (opět např. Reuters i Bloomberg, které poskytují měsíční odhady téměř všech zveřejňovaných veličin).

b) Nastavení monetární politiky

Monetární politiku tvoří Česká národní banka prostřednictvím 7-členné bankovní rady, přičemž na chování úrokových sazeb mají vliv nejen změny klíčových sazeb ČNB, ale rovněž indikace, které naznačují možnou změnu úrokových sazeb – zejména: zasedání bankovní rady zabývající se nastavením monetární politiky (každý poslední čtvrtek v měsíci), operace na peněžním trhu, jednotlivá vystoupení členů bankovní rady a makroekonomické odhady.

c) Významné události na politické scéně

Na stabilní politické scéně mají události politického zaměření obvykle jen malý vliv, a to zejména v době konání voleb do parlamentu (případně prezidenta) a schvalování rozpočtu a jiných významnějších programů (např. důchodová reforma a správa státního dluhu).

V krizových situacích jako je rozpad vlády a schvalování transformačních změn a opatření mohou však politické zprávy převzít dominantní působení na finanční trhy. V České republice patřil k takovýmto událostem zejména rozpad kabinetu na konci roku 1997 – průměrný měsíční výkyv krátkodobých i dlouhodobých sazeb v tomto období patří mezi 5 největších v celém sledovaném období (1993-2002). Velmi důležitým faktorem je, jak byla politická událost očekávána a mediálně rozebírána a zobrazována. Podstatný vliv na trh mají především události, které nejsou očekávány (např. pokud bylo očekáváno, že rozpočet se v prvním kole neschválí a opravdu k tomu došlo, nebyly změny na trhu příliš podstatné).

Rovněž projevy politiků především v souvislosti s makroekonomickým vývojem a jeho očekáváním mohou mít vliv na vývoj úrokových sazeb, pokud dokáží změnit tržní náladu a odhady.

d) Změny na světových trzích – včetně komoditních

Česká republika díky své snaze o integraci do západoevropských struktur a významné hospodářské spolupráci je již od počátku svého založení (1993) pod vlivem událostí na finančních trzích Evropské unie.

Vliv eura na charakter trhu dluhopisů bude rozebírán v kapitole institucionálního pohledu na trh (kap. 5.3.). Mimo zemí, kde je v současné době ústřední měnou euro, jsou pro domácí vývoj na trhu významné změny na finančních trzích v USA jako dominantním světovém trhu a dalších rozvíjejících se ekonomikách – zejména Maďarsko, Polsko a Slovensko. Významný vliv na pohyb úrokových sazeb měly v minulosti finanční krize v jižní Asii (1997), Brazílii (leden 1998) a Rusku (srpen 1998). Bližší vazba na Evropskou unii a překonání těchto krizí bez významnějších problémů však pravděpodobně vedou k menší k nižší náchylnosti na finanční krize v rozvíjejících se ekonomikách (viz např. finanční problémy v Turecku – 2001 a Argentině – 2002).

Mimo vývoje úrokových sazeb a měn mají na trh dluhopisů rovněž vliv některé komodity – jedná se především o ropu, jejíž cenový vývoj je spojen rovněž s očekáváním světového politického i ekonomického vývoje.

3.2.3. Očekávání a interpretace informace

Jak již bylo naznačeno, vliv kursotvorných zpráv na trh záleží na tom, do jaké míry byly tvůrci trhu očekávány (tj. již zahrnutý v cenách) a interpretovány. Vzhledem k tomu, že různé makroekonomické teorie a tedy i různé subjekty na trhu mohou interpretovat finanční informace rozdílným způsobem, je podstatné, jaká interpretace převládá mezi hlavními účastníky trhu.

Příklad rozdílné interpretace makroekonomické informace – obchodního deficitu (Webb 1995, str. 8-9)

Tržní reakce na větší než očekávaný schodek obchodní bilance za červenec 1986 – růst ceny dluhopisů z důvodu slabšího výkonu ekonomiky a tudíž očekávaného poklesu úrokových sazeb na podporu hospodářského oživení.

O několik měsíců vyšší než očekávaný obchodní deficit přinesl obavy z růstu inflace (pokles kursu dolaru a zvýšení cen ropy) a tudíž způsobil pokles cen dluhopisů.

Co se týče technického zpracování informace je zapracování informace do tržní ceny prostřednictvím aktivních hráčů na trhu obvykle velmi rychlé (změna ceny se může v současnosti změnit i ve zlomku vteřiny po zobrazení nové zprávy v elektronických médiích, je dokonce možné naprogramovat automatickou změnu ceny nebo prodejní/ nákupní příkazy na určitý druh informace – např. změnu klíčových sazeb centrální banky). Terminály užívané obchodníky ve většině případů nabízejí nástroje pro technickou analýzu a informace jimi mohou být brzy velmi brzy zanalyzovány.

Zpracování makroekonomického významu informace však může být složitější. Webb (1995) nachází 5 „anekdotických“ okolností (přičemž upozorňuje, že se nejedná o ucelený výčet), kdy zpracování makroekonomického významu informace může být velmi problematické:

- a) Interpretace informace se může v čase dramaticky měnit
- b) Důležitost ekonomických ukazatelů se může měnit (např. M2 v USA i ČR – pozn. autorky)
- c) Pozornost trhu se přesouvá – ceny dluhopisů mohou v jednu chvíli odrážet vývoj ropy, jindy vývoj měny, avšak vždy je za tím nějaký ekonomický podtext (nejedná se o svévůli obchodníků, protože hlavním zájmem obchodníků je zisk – tj. s předstihem odhadnout očekávání trhu)

- d) Uvažované (obchodníky) ekonomické vztahy mohou být chybné – např. dezorientace v reálných a nominálních veličinách, omyl ve vnímání indikátorů (např. zásoba peněz a míra růstu zásoby peněz; indikátorů růstu cen a jiných veličin)
- e) Ekonomická data jsou často předběžná a průběžně se i významně revidují. Je zajímavé, že někdy jsou významně revidovaná data ignorována, ačkoli jejich předběžné zveřejnění mělo velký vliv na trh.

Jsou možné nepřesnosti i ve finančních médiích. Podle Webba (1995) existuje řada možných vlivů na interpretaci informace a naznačuje, že analytické reporty mohou místo nové informace obsahovat jen obsahovat šum.

Přestože je možné očekávat, že na trhu dluhopisů dominují a zpracovávají informaci racionální hráči není možné vyloučit i anomálie způsobené rozdílnou informovaností hráčů na trhu (přičemž možný únik dat je na vyspělých trzích spíše v nepatrné míře) zejména díky informačním nákladům a institucionální struktuře.

3.3. Závěry

Z makroekonomického hlediska je existence trhu dluhopisů v České republice přínosná a evidentní. Pravidelná tvorba cen a výnosů přispívá k vytváření informačně dokonalejšího prostředí a k možnosti hodnocení vlivu jednotlivých makroekonomických veličin na úrokové sazby a naopak. Pravidelné a dostupné ceny umožňují rovněž posouzení vzniku, hloubky a vlivu tržních anomálií.

Dluhopisy vstupují do makroekonomického rozhodování přes tržní nastavení a zviditelnění dlouhodobých úrokových sazeb, přestože nejsou hlavním zdrojem financování nebo investičním instrumentem ani pro podnikovou sféru, ani pro banky.

Díky moderním systémům obchodování mohou být i dlouhodobé dluhopisy dostatečně likvidní a banky je tak mohou používat při řízení své likviditní pozice častěji než krátkodobější aktiva. Dluhopisy se rovněž díky tomuto faktoru vyskytují v rozdílných podobách v měnových agregátech a jsou tedy nejen investicemi resp. alternativou peněz, ale v určitých případech i jejich součástí. Tento pohled na dluhopisy není příliš překvapující vzhledem k jejich společné historii s papírovými platidly, kterou připomíná 6. kapitola - o historickém vývoji dluhopisů.

Vliv makroekonomických veličin záleží na interpretaci informace, která se může měnit podle převažujícího makroekonomického pohledu na trhu, na důležitosti informace (sledovanost různých ukazatelů se může měnit v čase), odchylce od očekávání, ale i na struktuře investorů a jejich portfolií (zda jsou dluhopisy umístěny v investičním nebo obchodním portfoliu).

Tvorba očekávání a chování hráčů na trhu je blíže rozebírána v následující - 4. kapitole (mikroekonomický pohled).

IV. Mikroekonomický pohled

Uplatnění mikroekonomického pohledu na trhu dluhopisů by mohlo být podobně jako makroekonomický pohled rozsáhlé. Mikroekonomické vnímání trhu v sobě zahrnuje pohled na chování hráčů a jejich rozhodování. V mikroekonomických teoriích se rozvinulo zkoumání trhu zejména jako optimalizace rozhodování za rizika a nejistoty¹⁹. V souvislosti s tím byla řešena tvorba portfolií při minimalizaci rizika a maximalizaci výnosu, a rovněž chování hráčů jako účastníků her (v teorii her).

Analýza chování hráčů na trhu se dostala do obliby v souvislosti s rozvojem finančního trhu. Pozice a preference subjektů působících na trhu (včetně regulátorů a vlády prostřednictvím zákonných norem a opatření upravujících charakter trhu a chování jeho účastníků) mohou být velmi rozdílné a jejich maximalizace užitku pravděpodobně dost odlišná. Standardně se uvažuje o tom, že subjekty maximalizují svůj zisk při určitém požadovaném stupni rizika a případně likvidity (v oblasti cenných papírů). Maximalizace zisku obchodníka nemusí však znamenat maximalizaci zisku banky. Motivací burzy není rovněž zisk, ale spíše množství obchodů a počet umístěných emisí. Zájmem regulátorů je podat co nejpříznivější obraz o počtu „vyřešených“ problémů a učiněného pokroku.

Cílem této kapitoly však není analyzovat chování jednotlivých subjektů na trhu (nejedná se totiž čistě o oblast dluhopisů, ale obecného chování tržních účastníků), ale zaměřit se na tvorbu ceny a očekávání cenového vývoje dluhopisů. Jednotlivé subjekty působící na trhu dluhopisů a vztahy mezi nimi budou přiblíženy v 5. kapitole - z institucionálního pohledu.

Cenová tvorba je do značné míry závislá na tvorbě očekávání vývoje faktorů působících na ceny. V předchozí kapitole byly vyjmenovány základní faktory mající vliv na tvorbu očekávání vývoje úrokových sazeb a tedy i cen dluhopisů. Očekávání budoucího vývoje úrokových sazeb však může být pod značným vlivem okamžitého vývoje na trhu. Tento jev bude zkoumán pro vybrané instrumenty v několikaletém horizontu v České republice.

4.1. Tvorba tržních očekávání a cen

Pro vývoj na trhu dluhopisů je určujícím faktorem očekávání vývoje úrokových sazeb. Tržní hráči mění svou nabídku a poptávku už na základě změny očekávání vývoje, tedy již před samotnou změnou úrokových sazeb.

¹⁹ viz moderní učebnice mikroekonomie

Cenový vývoj může být přitom závislý na tom, zda očekávání tvoří obchodníci nebo investoři - při obchodování hraje roli očekávání krátkodobých cenových změn, zatímco při investičním rozhodování očekávání dlouhodobé změny hodnoty aktiv.

„Pokud na trhu převažují obchodníci, pak se tržní hodnota může i dlouhodobě odchylovat od fundamentální hodnoty.“ (Webb 1995)

Přičemž fundamentální hodnotou měl Webb na mysli hodnotu danou rizikem nesplacení nebo ohrožení plynulosti plateb.

Jak již bylo zmíněno v předchozí kapitole, na tvorbu očekávání a vývoj cen na trhu působí celá řada faktorů. Přičemž jejich důležitost se mění v čase a v závislosti na kombinaci s ostatními spolupůsobícími faktory. Hledání závislostí a snaha o předvídaní budoucího vývoje úrokových sazeb a výnosů je proto velmi obtížná a málo efektivní, jak přibližuje následující analýza ekonomických odhadů.

4.1.1. Analýza odhadů vývoje úrokových sazeb

Analýza byla vytvořena z dat společnosti B.I.G. Expert. Konkrétně se vycházelo z dat analytiků finančních společností působících na domácím trhu přispívajících této společnosti do pravidelného průzkumu vývoje úrokových sazeb, výnosů, ale i měnového a akciového vývoje. Následující tabulky zobrazují korelaci mezi vývojem 3-měsíčního Příboru a výnosu státních dluhopisů: SD 10,3%/03, SD 7,3%/04, SD 6,75%/05²⁰, jejich krátkodobých a dlouhodobých odhadů analytiků a skutečností za krátkodobý (1 měsíc) a dlouhodobý (6 měsíců) horizont.

Tab. 4.1. - 4.4.: Korelace mezi odhady úrokových sazeb a výnosů a skutečným vývojem

Příbor 3M	skutečnost A	skutečnost K	skutečnost D	průměr K	průměr D
skutečnost A	1				
skutečnost K	0,985	1			
skutečnost D	0,779	0,817	1		
průměr K	0,999	0,985	0,781	1	
průměr D	0,991	0,984	0,802	0,994	1

SD 10,3%/03	skutečnost A	skutečnost K	skutečnost D	průměr K	průměr D
skutečnost A	1				
skutečnost K	0,752	1			
skutečnost D	0,429	0,464	1		
průměr K	0,987	0,732	0,403	1	
průměr D	0,963	0,686	0,288	0,980	1

²⁰ SD 10,3%/03 – státní dluhopis s kuponem 10,3% splatný v roce 2003 (stejně značení platí pro další dluhopisy)

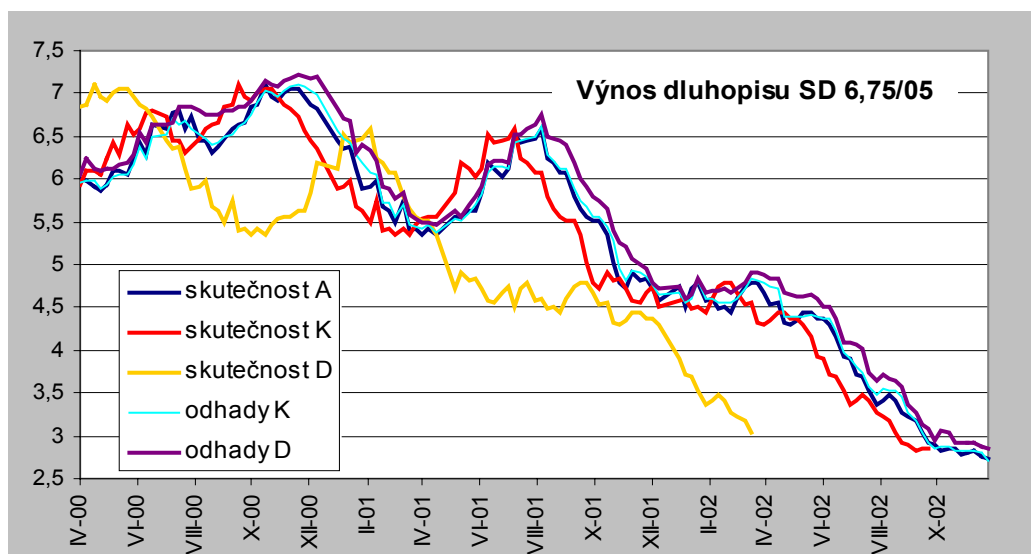
SD 7,3%/04	skutečnost A	skutečnost K	skutečnost D	průměr K	průměr D
skutečnost A	1				
skutečnost K	0,900	1			
skutečnost D	-0,644	-0,670	1		
průměr K	0,998	0,893	-0,638	1	
průměr D	0,985	0,889	-0,645	0,992	1

SD 6,75%/05	skutečnost A	skutečnost K	skutečnost D	průměr K	průměr D
skutečnost A	1				
skutečnost K	0,917	1			
skutečnost D	0,627	0,629	1		
průměr K	0,994	0,899	0,628	1	
průměr D	0,986	0,884	0,633	0,994	1

Pozn: skutečnost A...skutečnost v okamžiku tvorby odhadů, skutečnost K ... skutečnost za 1 měsíc, skutečnost D ... skutečnost za 6 měsíců, průměr K ... průměr odhadů analytiků pro období za 1 měsíc, průměr D ... průměr odhadů analytiků pro období za 6 měsíců

Z výše uvedených údajů je zřejmé, že odhady vývoje úrokových sazeb jsou velmi silně korelovány se skutečností v době, kdy se tyto odhady tvořily. Ve všech případech je tato korelace silnější než korelace mezi odhady a skutečností v období, pro které tyto odhady byly činěny. Korelace mezi odhadem a následnou skutečností byla v některých případech i záporná (národním dokladem toho je rovněž následující graf – obr. 4.1.). Pokud vezmeme místo odhadů dlouhodobého vývoje skutečnost v okamžiku A (v čase tvorby odhadů), výsledky jsou prakticky srovnatelné s dlouhodobými odhady tj. korelace uvedených časových řad jsou velmi blízké.

Obr. 4.1. Vývoj skutečného a odhadovaného výnosu SD 6,75/05



Zdroj: BIG Expert – data (prosinec 2002)

Na základě uvedených dat (tab. 4.1.-4.4.) nelze tvrdit, že odhady analytiků o budoucím vývoji se tvoří především na základě dané výše sazeb. Avšak do značné míry naznačují silnou determinaci odhadů úrovní sazeb převládající v daném časovém okamžiku.

4.1.2. Intradenní obchodování

Data použitá pro výpočty v tab. 4.1.-4.4. zobrazují odhady na týdenní bázi, ve skutečnosti však v ČR převládají odhady a hlubší analýzy na měsíční bázi vzhledem k tomu, že podstatná část makroekonomických dat se zveřejňuje na měsíční bázi.

Na druhou stranu obchodování probíhá za neustálého toku informací, ať již podstatného nebo nepodstatného významu. Intradenní cenová volatilita (proměnlivost) tak může být poměrně vysoká, aniž by to průměrné nebo závěrečné ceny v určitém období naznačovaly. Při okamžité cenové tvorbě pak může docházet k „přestřelování“ ve snaze obchodníka zachytit trend (resp. správně interpretovat novou informaci) nebo se vyhnout nadměrnému množství objednávek (např. pokud je tvůrce trhu), pokud si není jistý interpretací nebo je limitován objemem cenných papírů majících k dispozici.

Webb (1995) uvádí²¹, že po zveřejnění Employment and Earnings Report (Zpráva o zaměstnanosti a příjmech – jedna z nejsledovanějších makroekonomických zpráv na americkém trhu), dochází ke skokovým změnám v cenách dluhopisových futurit (bond futures) státních dluhopisů v prvních čtyřech minutách po zveřejnění reportu. Největší změny jsou názorné již v druhé polovině první minuty obchodování. První čtyři minuty byly zásadní i pokud se jednalo o vzájemně konfliktní informace a během tohoto krátkého časového okamžiku docházelo k obratu ve vývoji výnosu.

V prostředí českého trhu dluhopisů přináší pohled na interpretaci zprávy obvykle obchodování nejdelších státních dluhopisů.²² Následující graf (obr. 4.2.) zachycuje 3-měsíční období vývoje výnosů státního dluhopisu SD 6,95%/16 (splatnost 26.1.2016) na konci roku 2002 včetně intradenních obchodů zaznamenaných na terminálu Reuters.²³ Dále byly pro dané období vybrána a označena makroekonomická data, která se výrazně odlišovala od odhadů.

²¹ zkoumá data pro období na konci 80. let na Mid-America Commodity Exchange

²² Čím má dluhopis delší dobu do splatnosti, tím je vyšší jeho cenová proměnlivost. Obchodníci využívají této vyšší proměnlivosti k dosahování zisků (tj. delší cenné papíry jsou často atraktivní pro obchodování – při stejném objemu emise a dalších podmínkách).

a) index spotřebitelských cen - nižší než očekávání

Tento údaj byl zveřejněn v době, kdy trh byl připraven na změnu klesajícího trendu v úrokových sazbách. Nízká inflace tak pozdržela obrat trendu ve vývoji výnosu.

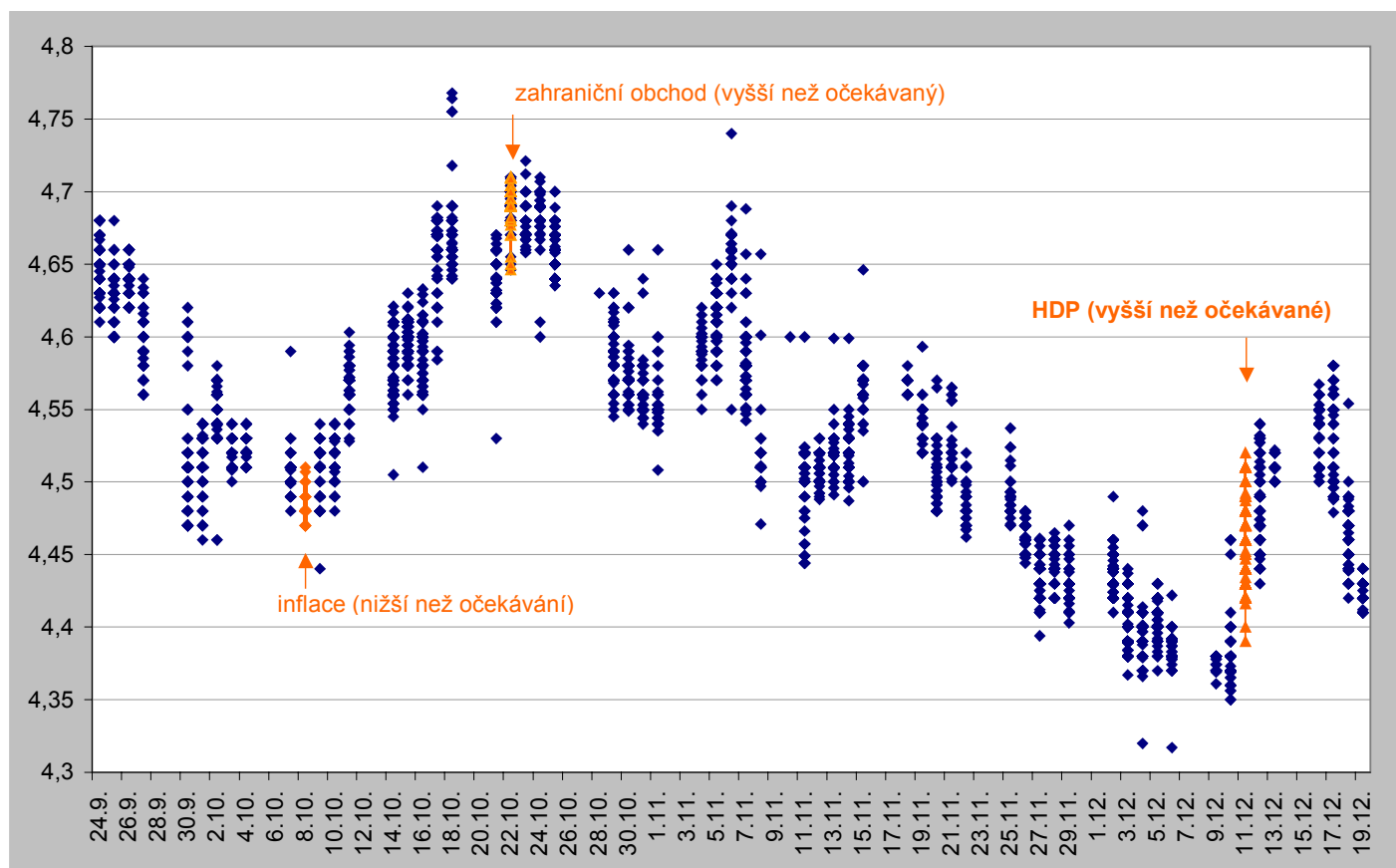
b) deficit zahraničního obchodu – vyšší než očekávaný

Deficit, který byl významně vyšší než očekávání, sice znejistil hráče na trhu, vzhledem k tomu, že se jednalo ale o extrémní odchylku, převážil názor, že se nejedná o změnu trendu, ale jednorázovou výchylku.

c) růst hrubého domácího produktu - vyšší než očekávaný

Zveřejnění růstu HDP byla jedna z nejsledovanějších událostí na trhu ve sledovaném období. Odchylka od očekávání a různé ekonomické interpretace vedly k velkému rozptylu ve výnosu během daného a následujícího dne (pravděpodobně jako následek investičních rozhodování dalších účastníků trhu – institucionální domácí a zahraniční subjekty). Během těchto dvou dnů byla proměnlivost ve výnose uvedené státního dluhopisu nejvýraznější pro uvedené období.

Obr. 4.2.: Znárodnění intradenního vývoje výnosu SD 6,95/16

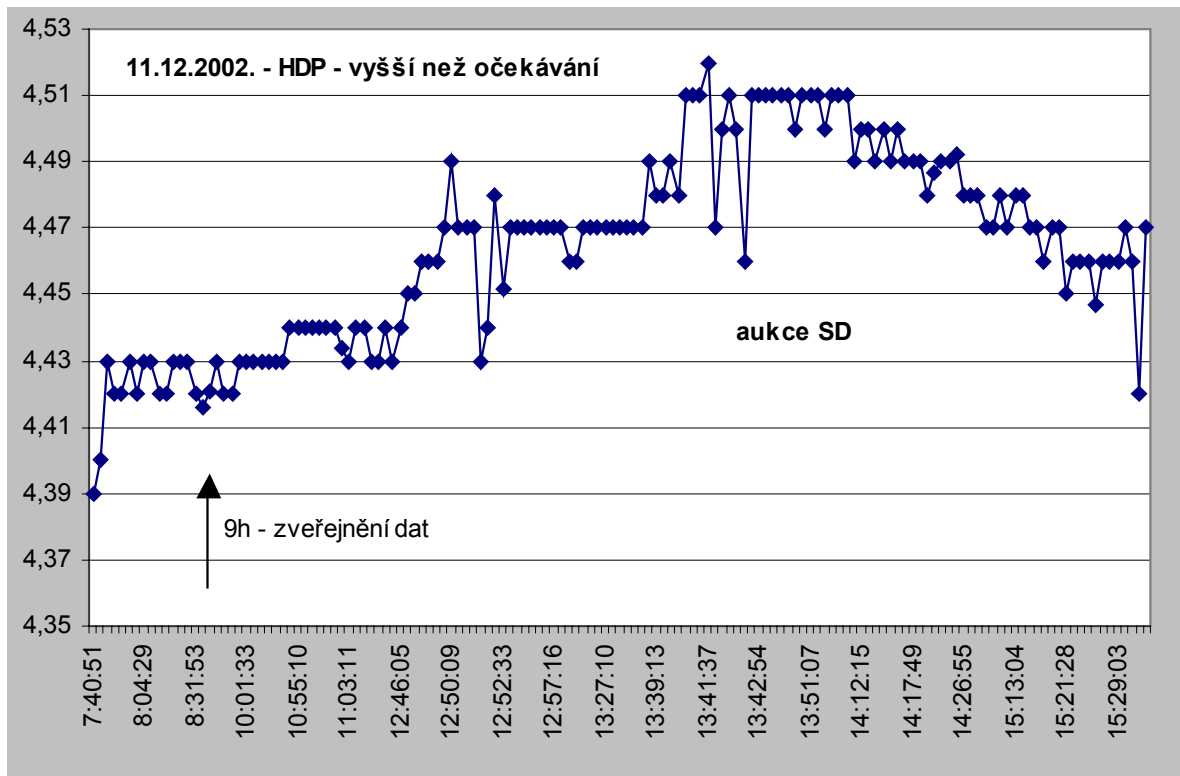


Zdroj: Reuters – data (prosinec 2002)

²³ V realitě se objem uskutečněných obchodů liší, ale terminál Reuters nejlépe zachycuje průběh intradenního obchodování v podmínkách domácího trhu.

V den (11.12.2002), kdy došlo ke zveřejnění HDP za třetí čtvrtletí roku 2002 (a průmyslové výroby za říjen), proběhla rovněž aukce státních dluhopisů (výsledky aukce byly v odpoledních hodinách). Vývoj výnosu SD 6,95%/16 v tento den blíže zachycuje následující graf (obr. 4.3.). Vliv jednotlivých událostí je obtížně rozlišitelný, protože nepůsobí jednotlivě, ale ve vzájemné kombinaci.

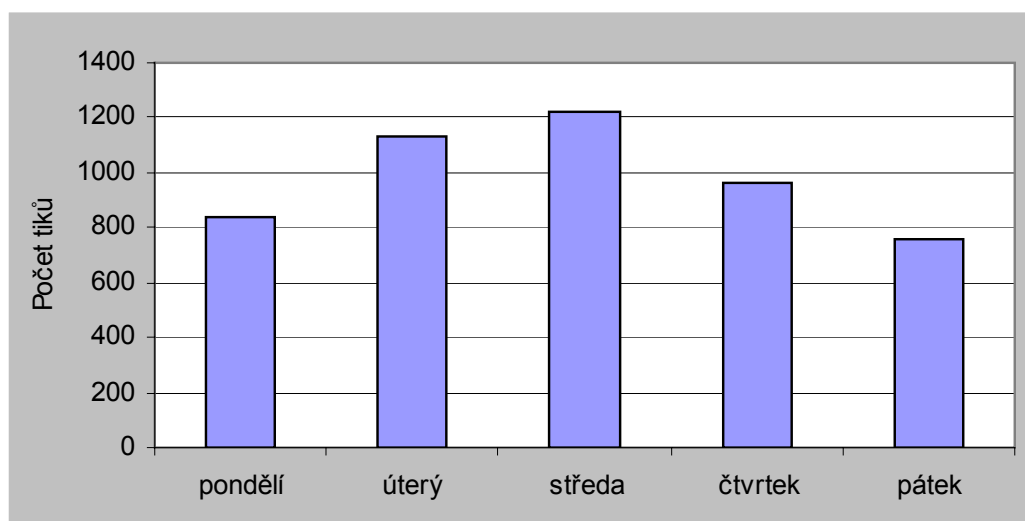
Obr. 4.3.: Intradenní vývoj výnosu SD 6,95/16 (11.12.)



Zdroj: Reuters – data (prosinec 2002)

Na základě sledovaných dat (září-prosinec 2002) byla rovněž porovnána aktivita obchodování v jednotlivých dnech v týdnu. Následující graf (obr. 4.4.) ukazuje, že nejvyšší aktivita byla pro dané období ve středu (v tento den se mimo jiné konají aukce státních dluhopisů), zatímco v pátek byl počet tiků na terminálu Reuters nejnižší.

Obr. 4.4.: Aktivita v jednotlivých dnech



Zdroj: Reuters – data (prosinec 2002)

4.1.3. Kreditní přírážka

Očekávání vývoje makroekonomických veličin se odráží nejdříve a nejvýrazněji na obchodování instrumentů s co nejnižším kreditním rizikem a vysokou likviditou na lokálním trhu. Pro český trh jsou to výše zmiňované dlouhodobé státní dluhopisy.

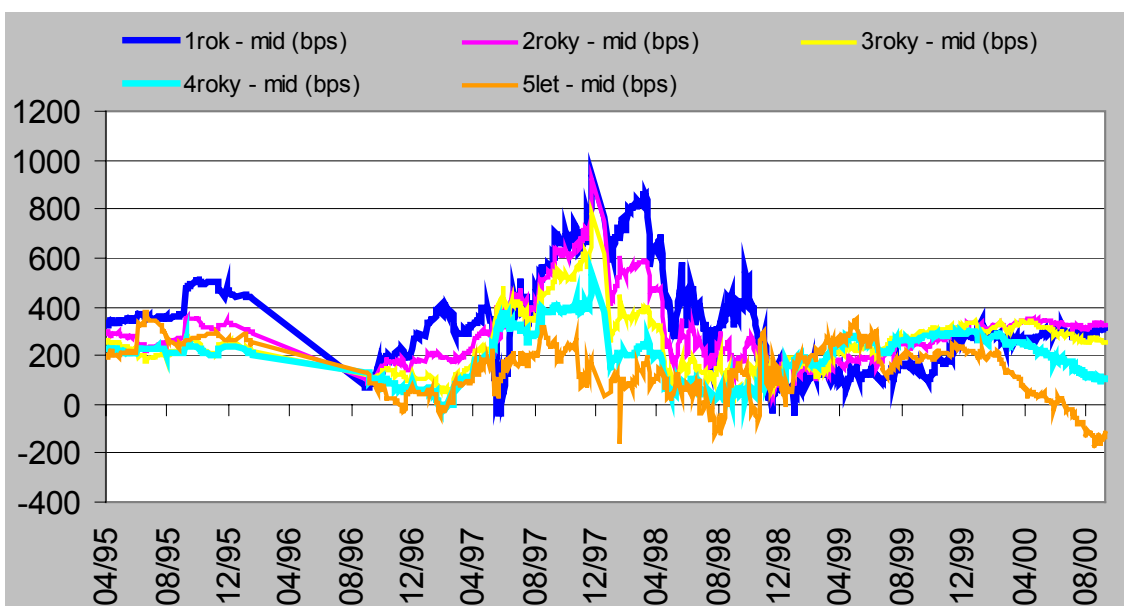
Cenová tvorba u dluhopisů s nižší bonitou se odvíjí od bezrizikové výnosové křivky (viz kap. 7.6. – oceňování dluhopisů) přiřazením kreditní přírážky²⁴. Tato cenová tvorba naráží na řadu koncepčních problémů (např. výběr vhodného referenčního instrumentu) a na domácím trhu je znesnadněna navíc nehomogenitou trhu a základních charakteristik dluhopisů (např. časté změny daňového režimu – viz kap.6.4., velmi rozdílné výše kuponů a emisních objemů, neexistence ratingů).

Na základě cen dluhopisů používaných pro výpočet dluhopisových indexů²⁵ byly sestrojeny výnosové křivky a pozorován vývoj kreditního rozpětí. Vzhledem k řadě problémů, se kterými se potýkal dluhopisový trh v průběhu novodobého vývoje (viz kap. 6.4.), není možné podat relevantnější údaje o charakteristikách kreditních marží. Z grafu (obr. 4.5.) je však například patrné, že nejvyšší výkyvy v kreditních maržích byly na konci roku 1997 – to znamená v období vysokých výkyvů úrokových sazeb spojených s událostmi na politickém poli.

²⁴ Rovněž nazýváno: kreditní nebo úvěrová marže, přírážka, rozpětí, spread (ang. credit spread)

²⁵ Data ČS od roku 1993 – pro tvorbu vlastních indexů

Obr. 4.5.: Vývoj kreditních marží mezi výnosy státních a podnikových dluhopisů v ČR



Zdroj: data ČS, výpočty autorky

Mezi další hypotézy pro chování kreditních marží patří například

- růst kreditní marže s dobou do splatnosti (zejména u bonitnějších subjektů)
- rozdílné chování kreditních marží pro různé sektory
- vztah mezi ratingem a kreditní marží není lineární, ale spíše kvadratický (popřípadě jiný)

Sledováním základních statických a dynamických charakteristik kreditního rozpětí na domácím trhu se zabývá např. Pluhař (2001). Tato studie naznačuje, že kreditní marže se v posledních letech (po stabilizaci daňového režimu a dokončení základních transformačních kroků) chovají podle teorie (pokles úvěrového rozpětí s blížící se splatností) a jsou determinovány společnou množinou faktorů (které lze často zahrnout ratingem).

4.2. Závěry

Chování hráčů na trhu bezprostředně souvisí s očekáváním makroekonomického vývoje a vývoje úrokových sazeb. Odhady budoucího vývoje úrokových sazeb jsou pravděpodobně silně determinovány výší úrokových sazeb v době odhadů.

Zveřejnění makroekonomických dat má výrazný vliv na trh zejména, pokud se odlišovaly od očekávaných veličin a byly zveřejněny v „zajímavý“ tržní okamžik (nejvýrazněji se projevila

data ve středu a ve spojení s aukcí státních dluhopisů). Zatímco na rozvinutém americkém trhu je zpracování informace velmi rychlé – několik minut, vliv zveřejnění nových dat je na domácím trhu patrný částečně i následující den.

Vliv kursotvorných faktorů (nejčastěji makroekonomických dat) na trh se na domácím trhu nejlépe zkoumají na dlouhodobých státních dluhopisech. Sledování vývoje výnosů nestátních dluhopisů a kreditních marží se stále potýká s nedostatkem a nehomogenitou dat na domácím trhu. Pro realistické oceňování nestátních dluhopisů by však byla vhodná další hlubší analýza domácích kreditních marží.

Trh vzniká za spolupůsobení mnoha hráčů. Jejich chování a vzájemné spolupůsobení je popsáno z institucionálního nadhledu v následující – 5. kapitole.

Z mikroekonomického pohledu by bylo rovněž zajímavé analyzovat chování hráčů při aukcích státních dluhopisů, sledování pozice regulátorů na trhu a dalšího chování jednotlivých hráčů.

V. Institucionální pohled

Vznik institucionálního uspořádání, působení institucí, jejich vzájemná provázanost a kontrola má ve světě financí nezastupitelnou úlohu. Právě trh dluhopisů patří mezi instituce s významnou pozicí v rozvinutých i některých rozvíjejících se ekonomikách. O kladném ekonomickém přínosu svědčí například následující komentář mluvčího sněmovny (the House) v USA, J. Dennise Hasterta po katastrofě z 11. září 2001 (nálet na World Trade Centrum a Pentagon), který ocenil trh dluhopisů za rychlý návrat k obchodování slovy: „*Trh dluhopisů je opravdu to, co činí americkou ekonomiku funkční. (The bond market is really what makes our American economy work.)*“

Institucionální pohled na trh dluhopisů v ČR se v této práci opírá o princip zkoumání při zlomových událostech, protože klíčové momenty nejlépe dokáží prověřit funkčnost a důležitost daných institucí a obranné mechanismy ekonomiky jako celku.

Obecně byly velmi dobře popsány trhy dluhopisů, jejich vznik, vývoj a funkčnost při finančních krizích v rozvíjejících se zemích Asie a při zavádění jednotné evropské měny. Tyto dva hlavní proudy zkoumání budou dále rozebrány a komparovány se situací v České republice.

Tato kapitola ověří, zda Českou republiku již můžeme považovat za ekonomiku s funkčním dluhopisovým trhem. Pravděpodobně ještě stále existuje řada oblastí, kde by mohlo dojít k dílčím změnám, které by podpořily likviditu a důvěryhodnost domácího trhu. V této části práce bude věnována pozornost vybudování vhodného prostředí a roli institucí při fungování dluhopisového trhu. Analýza vlastního trhu dluhopisů – jeho velikosti, struktury apod. je náplní 7. kapitoly.

Trhy cenných papírů mohou vzniknout a fungovat při vzájemné účasti emitentů, investorů a prostředníků – nejen na základě vybudování tržní infrastruktury. Tato spoluúčast a vzájemná koordinace závisí na kombinaci ekonomických, technických, politických i společenských (zvykových) faktorů, jejichž vhodné nastavení obvykle bývá dlouhodobý proces. V České republice tento proces započal ještě před rokem 1993, kdy vznikla novodobá Česká republika. Základy trhu jako nové instituce se začaly připravovat ještě před tzv. sametovou revolucí²⁶, která uspíšila přechod centrálně plánovaného na tržní hospodářství. Rok 1993 je spojen s rozpadem bývalého Československa resp. osamocnění České a Slovenské republiky a

²⁶ 17.11.1989 – mezinárodní den studentstva

vznikem samostatných institucí v uvedených zemích. V průběhu jedné dekády došlo k výraznému pokroku a změnám, tak jak dokazují kapitoly o historickém vývoji a současném stavu trhu dluhopisů. Přesto však ještě domácí trh nedospěl do podoby rozvinutých trhů a proces jeho přerodu neskončil, jak bude dále ukázáno. V současnosti více než 10-leté úsilí o vytvoření rozvinutého domácího trhu potvrzuje dlouhodobost a složitost procesu tvorby a rozvoje trhu a komplexnost faktorů, které se na tomto procesu podílejí. *Některé země ani nemusí být schopny v dohledném časovém intervalu (i několik desetiletí) vytvořit aktivní primární a sekundární trh podnikových dluhopisů (Harwood, 2000).*

Jednu ze základních hypotéz této práce tvoří názor, že trh dluhopisů v České republice se postupně dostane na úroveň v zemích Evropské unie podobné ČR svou velikostí a charakterem ekonomiky. Bylo by utopistické a naivní se domnívat, že český trh dluhopisů bude hrát primární roli v získávání finančních prostředků pro podnikovou sféru, spíše se stane hlavním zdrojem financování státu a doplňkovým zdrojem pro nestátní subjekty. Je dokonce možné, že hospodářská integrace evropských zemí rozmělní hranice natolik, že nebudeme mluvit o českém nebo korunovém trhu dluhopisů, ale „pouze“ o dluhopisech českých subjektů. Vzhledem k tomu, že ČR plánuje vstup do EMU a přijmout jednotnou evropskou měnu, je nutné se připravit na s tím související změny i na poli dluhových instrumentů.

Česká republika a další východoevropské země jsou rovněž unikátní příležitostí ke zkoumání vzniku, rozvoje a fungování institucí. Charakteristika stavu a vývoje dluhopisového trhu, tak jak bude podána v této i následujících kapitolách by mohla přispět k rozvoji trhu v transformujících se ekonomikách.

5.1. Poučení z finančních krizí

Hlavní závěry z finanční krize v asijských zemích byly formulovány například v souhrnné publikaci Světové banky Alison Harwood: *The Local Bond Markets Perspective*²⁷. *„Asijská krize ukázala, že finanční problémy mohou být velmi rychle přenášeny na různých sektorů ekonomiky nejen v rámci dané země, ale i ekonomicky navázaných zemí (a to i se solidními makroekonomickými základy). Tyto krize by neměly vytratit přínosy domácího trhu dluhopisů jako například diverzifikaci finančních sektorů, efektivnější alokaci kapitálu a zvýšení konkurence ve finančním sektoru. Rozvíjející se ekonomiky potřebují podpořit hlavní trendy jako rozvoj infrastruktury, privatizace, sekuritizace a vznik nových institucionálních investorů*

²⁷ Harwood, Alison & others, World Bank, Washington 2000

požadujících dlouhodobá aktiva proti svým dlouhodobým pasivům. Dluhopisy budou hrát důležitou roli při plnění těchto potřeb.“

I Česká republika prošla kritickými fázemi vývoje, které poznamenaly domácí trh dluhopisů. Novodobou historii na trhu – zejména změny zákonů, danění a regulace, státního zadlužení a burzy blíže popisuje následující kapitola 6.4.

Z makroekonomického hlediska byly zlomovými okamžiky a procesy – privatizace (především velká), liberalizace cen, zavedení plné směnitelnosti, uvolnění měnového režimu a problémy a následná pomoc velké části bankovního sektoru.

Z politického nadhledu bylo poslední desetiletí v České republice poznamenáno tvorbou nových politických seskupení a jejich stabilizace v rámci politického uspořádání země. Přes tyto poměrně složité procesy došlo pouze jednou k předčasnému ukončení vlády - ke konci roku 1997 a ustanovení dočasné vlády. Další změny ve vládnoucích kabinetech nebyly již z dlouhodobého hlediska natolik závažné.

Tyto do značné míry transformační změny se odrazily na tvorbě institucí a chování jednotlivých subjektů. Následující model zahrnuje kombinaci vzájemně na sebe působících faktorů, tak jak byly prověřeny při krizích v asijských zemích, ale jak bude ukázáno i v České republice.

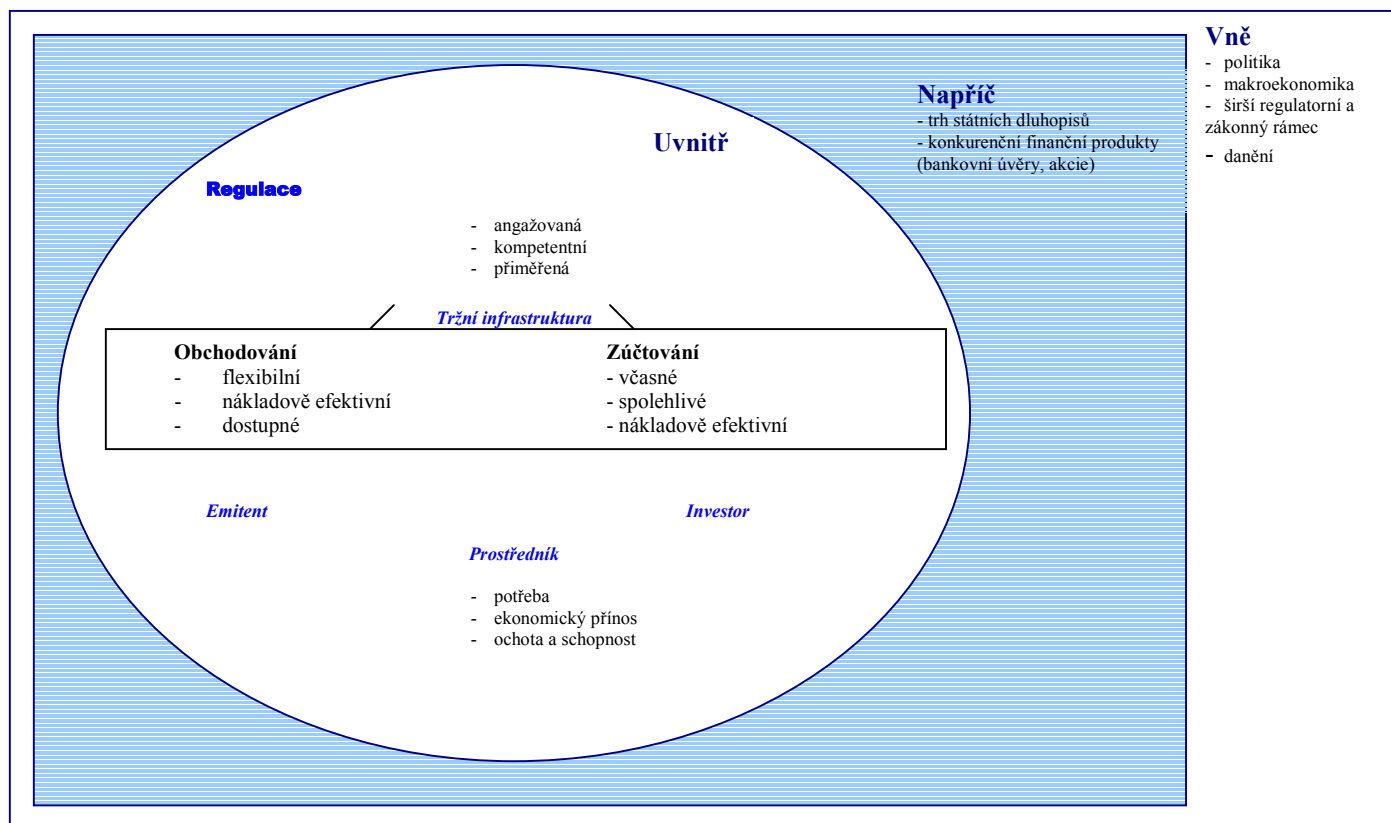
5.2. Model Inside-Across-Around & jeho aplikace na ČR

5.2.1. Charakteristika

Prostředí je tvořeno řadou interaktivních faktorů uvnitř i vně finančního systému, což znázorňuje následující model. Tento model a jeho základní charakteristika, která je níže uvedena, vychází z již zmíněné publikace Světové banky - Harwood, 2000. Tato charakteristika je doplněna tak, aby reflektovala domácí prostředí. Kurzívou je v této části práce psána charakteristika a závěry modelu (není-li uvedeno jinak).

Analýza současného stavu trhu dluhopisů v ČR (jeho velikost, struktura a srovnání s jinými zeměmi) je ale provedena v 7. kapitole.

Obr. 5.1.: Model Inside-Across-Around



Zdroj: Harwood (2000)

5.2.2. Základní faktory

5.2.2.1. Vnější faktory

Model

Vhodné prostředí je kombinací **makroekonomické** a **politické stability** zahrnují ekonomický růst (generující dostatečné množství emitentů), nízkou inflaci, přiměřené a ne příliš proměnlivé úrokové sazby, **daňovou politiku** neznevýhodňující dluhopisy a širší **legislativní rámec** podporující trh dluhopisů (zákon o cenných papírech, o konkursu a vyrovnání apod.).

Pro vznik dluhopisového trhu není nutné (ale vhodné), aby všechny podmínky byly splněny najednou. Pokud takovéto prostředí zatím neexistuje, je žádoucí, aby byly vytvořeny takové podmínky, že účastníci trhu budou očekávat takovýto vývoj. Takováto „osvěta“ nemusí přijít pouze zvenku – vlivem vlády, legislativních opatření apod., ale rovněž zevnitř – pomocí již fungujících prostředníků, investorů i emitentů (např. zahraničních).

V ČR:

Makroekonomické a legislativní prostředí

Od roku 1993 můžeme vysledovat výrazný růst počtu i objemu dluhopisů ([viz](#) např. obr. 6.2.), přičemž ruku v ruce tomuto růstu docházelo ke zdokonalování právního rámce, principu zdanění úrokových i kapitálových výnosů z dluhopisů, stabilizaci politické i makroekonomické sféry ([viz](#) klíčové faktory 5.2.2.). Prakticky mimo roku 1997 jsme byli svědky postupného poklesu dlouhodobých úrokových sazeb až na úroveň sazeb v EU (konec roku 2002) – obr. 5.2.

Obr. 5.2.: Vývoj úrokových sazeb v ČR a EMU



Zdroj: Bloomberg, 12/02

Daňové a legislativní podmínky jsou přiblíženy v kapitole o novodobé historii (viz kap. 6.4.) Ačkoli tvorba těchto podmínek mohla navázat na historické kořeny i zkušenosti okolních zemí, vývoj tvorby a změn zákonů a časté změny zdanění ukazují, že trh dluhopisů v ČR neměl optimální podmínky k vývoji.

Zahraniční subjekty

Působení zahraničních subjektů v České republice přesahuje rámec vnějšího prostředí. Díky poměrně vysoké ekonomické otevřenosti státu se začaly rychle etablovat v českém prostředí a staly se jeho nedílnou součástí. Banky získávaly svůj podíl na trhu – zejména prostřednictvím privatizace (v roce 2002 tři největší „české“ banky: Česká spořitelna, ČSOB a Komerční banka byly již majoritně vlastněné zahraničními bankami), dále novým zakládáním svých dceřiných institucí v ČR (např. Citibank, a.s. – od roku 1991, CREDIT LYONNAIS BANK PRAHA, a.s. – od roku 1992, Volksbank CZ, a.s. – od roku 1994) a poboček (např. COMMERZBANK - od

roku 1992, Deutsche Bank a ABN AMRO Bank NV – od roku 1993, HSBC – od roku 1997). Tímto působením přispěly zahraniční subjekty k rozvoji trhu, ale v současné době jsou díky významným vlastnickým podílům jedním z rozhodujících faktorů určujících směr vývoje trhu – významně se podílí na aukcích státních dluhopisů a jsou hlavním prostředníkem pro nové emise nestátních dluhopisů, jejich následný prodej a obchodování.

Zahraníční subjekty s domicilem mimo Českou republiku se rovněž postupně zapojily do obchodování na sekundárním trhu a jsou aktivní i na primárním trhu dluhopisů: primární úpisy i vlastní emise korunových dluhopisů (především na trhu eurodluhopisů). Mimoto jsou hlavním tvůrcem trhu korunových dluhových derivátů (swapy, forwardy, FRA²⁸).

Počet zahraničních bank (neresidenti) kotujících korunové dluhopisy na domácím trhu: 1-2

Počet zahraničních bank účastnících se aukcí státních dluhopisů na domácím trhu: neresidenti pouze nepřímo přes domácí banky (cca 3 na jednu aukci)

Pravidelná kotace swapů (IRS) a FRA: cca 5 aktivně + 5 pasivně

(uvedené počty jsou proměnlivé, odpovídají zhruba stavu k prosinci 2002 podle údajů ČS – Finanční trhy)

Počet zahraničních subjektů emitujících korunové dluhopisy: přes 80 (především eurodluhopisy)

(uvedené na Reuters nebo Bloomberg, k prosinci 2002)

Pozice nerezidentů na domácím trhu dluhopisů není stále příliš významná, ale jejich přínos spočíval především v přijímání standardizovaných evropských smluv (např. MA a CSA v rámci ISDA²⁹) a uvědomování si role ratingů, emisních programů, funkcí a rizik derivátů apod. Navíc k rozvoji trhu přispěly 2 dlouhodobé emise EIB na domácím trhu.

Souhra těchto faktorů potvrzuje důležitost vhodného vnějšího prostředí pro rozvoj trhu dluhopisů.

5.2.2.2. Faktory napříč

Model

Ideální prostředí představuje funkční trh státních dluhopisů, který zajišťuje existenci výchozí (benchmarkové) výnosové křivky a základní komunitu dealerů a investorů (tj. takových, kteří již

²⁸ FRA... forward rate agreement

²⁹ ISDA... International Swaps and Derivatives Association Inc. – Mezinárodní asociace pro swapy a deriváty zaměřená na standardizaci derivátové dokumentace, MA... Master Agreement – rámcová dohoda určující základní

mají zkušenosti s jinou formou finančních instrumentů). Měl by být rovněž slušně rozvinut akciový trh a zúčtování. Bankovní sektor by měl přispívat k rozvoji trhu jak z hlediska prostředníka, tak i emitenta a investora. Zároveň by měly existovat finanční firmy obeznámené s trhem cenných papírů (tj. nabízející základní služby včetně poradenství).

Pro vytvoření vhodného prostředí nestačí technická připravenost, ale rovněž postoje účastníků na trhu (včetně potencionálních), kultura a politika (pod tímto se schovává například investiční politika, ochota pravidelně zveřejňovat svoje finanční výsledky, ochota rozvíjet znalosti o trhu a používat nové softwarové produkty apod.).

V ČR:

Emise státních dluhopisů

Trh státních i nestátních dluhopisů se vytvářel a rozvíjel zároveň. Počet nově emitovaných nestátních dluhopisů převyšoval až do roku 2000 počet nově emitovaných státních dluhopisů (včetně nových tranší) – z počátku až několika násobně.

Tab. 5.1.: Počet nových emisí dluhopisů na domácím trhu

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
státní dluhopisy	3	4	4	7	4	4	11	15
nestátní dluhopisy	29	30	35	22	14	19	18	7

Zdroj: KCP – výroční zpráva 2001

Jak přibývalo státních emisí a prodlužovala se jejich doba do splatnosti, došlo ke zdokonalení tvaru výnosové křivky a jejího použití pro oceňování ostatních dluhopisů. Avšak státní emise nebyly impulsem k rozvoji trhu dluhopisů (také vzhledem k nízkému státnímu zadlužení). Na druhou stranu nelze upřít význam emisí dluhopisů subjektů, ve kterých měl stát dominantní pozici (dále viz 7. kapitola).

Akciový trh

Tvorba akciového trhu probíhala rovněž zároveň ale s tím rozdílem, že na ni byl z počátku transformačního období kladen vyšší důraz (především díky kupónové privatizaci) – viz rovněž 6. kapitola o historickém vývoji. Současná existence akciového trhu měla na trh dluhopisů jak pozitivní, tak negativní dopad. Pozitivní vliv byl díky rychlému vytvoření veřejného trhu (včetně obchodních softwarů), zúčtovacích systémů, pravidelných kotací apod. Negativní

strukturu derivátových transakcí s odvoláním na jednotlivé konfirmace, CSA...Credit Support Annex – kreditní podpora pomocí kolateralizace reálné hodnoty započtených transakcí

dopad je spojen s vnímáním trhu jako netransparentního a zdiskreditovaného obchodování (docházelo k tzv. tunelování privatizačních fondů, nerefluktování minoritních vlastníků a celkově špatné vynutitelnosti práv akcionářů)³⁰.

Problém nesplácení

V průběhu transformace došlo k bankrotu nejen podniků, které měly na trhu své akcie a dluhopisy, ale i k úpadku řady obchodníků a bank. Mezi nesplacené dluhopisy nebo dluhopisy, kde došlo k prodlení plateb a závazky ještě nejsou vyrovnány patří např.: Moravskoslezské pivovary, Kovohutě Břidličná, a.s., Vojenské stavby a.s., Škoda a.s., ČKD Praha a.s. (tyto jsou uvedeny na terminálu Bloomberg). Bankrot podniků a municipalit, které emitovaly dluhopisy, nevedlo vždy k nesplácení (např. Rokytnice nad Jizerou – splatila ČS, dluhopisy IPB převzala ČSOB), ale přispělo k vyšší opatrnosti při zprostředkování emise a investování. Část dosud nesplacených, ale splatných, dluhopisů převzala Česká konsolidační agentura při očišťování bank před privatizací.

Nejvýraznějším finančním úpadkem byl případ banky IPB, a.s., jež byla jak prostředníkem, tak investorem a emitentem dluhopisů, a která skončila nucenou správou uvalenou v červnu 2000. Mimoto zkrachovalo dalších 15 bank (dnes působí v ČR 27 bank a 10 poboček zahraničních bank – říjen 2002³¹).

Role bankovního sektoru

Banky se aktivně zapojily do rozvoje trhu dluhopisů, jak prostřednictvím emisí svých (zejména hypoteční zástavní listy – např. Komerční banka a Česká spořitelna), tak cizích primárních emisí, účastí v aukcích státních dluhopisů, obchodováním na sekundárním trhu (10 z 12 tvůrců trhu jsou banky – září 2002), ale i třeba tvorbou dluhopisových indexů (např. BICS 100).

Seznam tvůrců trhu (říjen 2002, BCPP)

ABN AMRO Bank, HVB Bank, CITIBANK, a.s., Commerzbank CM, Conseq Finance, ČS, ČSOB, Deutsche Bank, ING Bank N.V., KB, PPF burzovní, Raiffeisenbank

³⁰ Analýzou tohoto prostředí se zabývá podrobněji např. Michal Mejstřík v publikacích: *The privatization process in East-Central Europe: Evolutionary process of Czech privatization*. Kluwer Academic Publishing, Norwell-Dordrecht-London, Massachusetts, 1997 a *The Restructuring after Privatization in the Czech Republic: Tendencies*. In: *Corporate Governance, Privatization and Industrial Policy, Research Output Phase - ACE, P- 96-61-R, 1998, pp.233-260*, Prague Economic Papers, vol.VIII, No.3., 1999 Praha

³¹ podle údajů na www.cnb.cz

Emise dluhopisů finančních subjektů tvoří 60% nestátních emisí, z toho 33% banky s garancí státu, 32% HZL a 20% samotné banky ([viz](#) sektorová struktura kap. 7.2.3.).

Banky se staly jak emitenty, tak prostředníky a investory. Dluhové instrumenty tvoří v současnosti v bilanci bank přes 10% (blíže [viz](#) tab. 3.1. vybraná struktura aktiv a pasiv bankovního sektoru).

Role bank při vzniku a rozvoji trhu dluhopisů v ČR byla a je klíčová, jak dokládají informace na tomto i dalších místech práce.

Kultura

Kultura trhu byla ovlivněna, jak již bylo výše zmíněno, masovou privatizací – docházelo k zanedbávání informačních povinností a nedostatečné ochraně akcionářských práv. Teprve po tomto složitém období devadesátých let byl vypracován Kodex správy a řízení společností, který by měl pozvednout kulturu řízení a chování společností.

„K vyšší transparentnosti a ochraně akcionářů nepochybně přispěl i Kodex správy a řízení společností založený na principech OECD, který Komise připravila ve spolupráci s dalšími subjekty z kapitálového trhu. Jako pozitivum lze hodnotit i zvýšenou disciplínu při plnění periodické informační povinnosti emitentů, to znamená při předkládání výroční a pololetní zprávy a jejich zveřejnění pro širokou investorskou veřejnost. Míra plnění již stabilně dosahuje úrovně kolem 95 %, když ještě nedávno to bylo jen 52 %.“ (KCP – výroční zpráva 2001).

Nadále existují rozdíly mezi domácím trhem dluhopisů v ČR a rozvinutých zemích nejen co se týče pravidelného zveřejňování zpráv o společnosti a jejich dostupnosti, ale rovněž například v nižší znalosti finančních produktů a jejich rizik. Svědčí o tom například specializovaná školení o finančních produktech pořádaná téměř výhradně zahraničními odborníky a nabídka nových finančních produktů, která rovněž pochází většinou z dílny zahraničních subjektů. Rovněž případy investování domácích subjektů do kreditních derivátů s nedokonalou znalostí jejich rizik (př. investice Komerční banky do CDO³² - inspekce ČNB objevila určité nedostatky v této oblasti³³).

Podle studie Vladimíra Dvořáka o financování podniků v ČR podle výběrového šetření uskutečněného v červnu až srpnu 2000³⁴ je kapitálový trh z pohledu podnikové sféry brán následovně:

³² CDO... collateralised debt obligation

³³ Bloomberg, zpráva 22.8.2001

³⁴ Dvořák, Vladimír: Financování podniků v ČR, prezentace při IES FSV UK, 4.6.2001

- *kapitálový trh není vnímán jako možný způsob získávání finančních prostředků*
- *řada podniků je na kapitálovém trhu stále proti své vůli*
- *nezájem je dán nejen nedůvěrou, ale i nízkou informovaností o možnostech a instrumentech kapitálového trhu*
- *kapitálový trh je spojován výhradně s akciovými společnostmi*
- *podniky s aktivní účastí na kapitálovém trhu (emise dluhopisů) uvažují o dalším financování na kapitálovém trhu*

Toto vnímání trhu podnikovou sférou pravděpodobně do značné míry ovlivněné kuponovou privatizací, příliš neprospívá dluhopisovému trhu (mimo posledního bodu). Struktura financování investic podniků nasvědčuje, že dluhopisy jako nástroj financování jsou pro podniky nepříliš významné (viz kap. 7.4.). Dluhopisy jsou tak spíše doménou státu, případně bank a velkých podniků (blíže rovněž 7. kapitola).

Na druhou stranu kultura investování, obchodování a zprostředkování finančních operací z pozice finančního sektoru je prakticky srovnatelná se zeměmi západní Evropy do značné míry díky vlastnickému propojení. Dokladem toho je přijímání mezinárodních smluv (ISDA), používání mezinárodních účetních standardů (IAS), obchodování přes mezinárodně používané systémy (Reuters a Bloomberg), princip tvorby trhu a stanovování tržních cen a mezibankovních sazeb apod. (vše zmíněné je typické pro tři největší banky na domácím trhu).

5.2.2.3. Vnitřní faktory

Model

Regulátoři podporují a jsou angažováni ve prospěch rozvoje trhu dluhopisů.

Obchodování, zúčtování a vypořádání funguje v ideálním případě pro státní dluhopisy (případně pro akcie nebo instrumenty peněžního trhu).

Existuje dostatečný počet ziskových emitentů, kteří jsou schopni přilákat investory a ochotni publikovat o sobě informace, dostatečný počet prostředníků schopných obchodovat cenné papíry a rostoucí počet institucionálních investorů, kteří jsou specializováni na investice do dluhopisů. Je zjevné, že většině investorů nestačí, aby emitent byl v posledním roce ziskový, ale aby měl za sebou dlouhodobější pozitivní historii a slibné vyhlídky do budoucnosti.

Rovněž privatizační programy a jiné transformační kroky by měly vytvořit investory, kteří potřebují trh dluhopisů.

Instituce podílející se na vzniku trhu dluhopisů mohou samozřejmě sledovat protichůdné zájmy – výše úrokových sazeb, danění, regulace vstupu a výstupu z odvětví apod. tím může na trhu

dluhopisů vznikat napětí a nejistota podlamující důvěru účastníků trhu (tato tření se však objevují i na vyspělých dluhopisových trzích).

V ČR:

Regulace

Regulace a dozor nad dluhopisovým trhem v České republice je primárně v rukou Komise pro cenné papíry³⁵, dříve Ministerstva financí (do vzniku KCP). Mimo dozoru subjektů působících na dluhopisovém trhu má KCP ze zákona pravomoc schvalovat emisní podmínky dluhopisů spolu s prospektem. Vzhledem k tomu, že prioritou KCP po jejím vzniku bylo očistit finanční trh a dodat mu kredibility, byla činnost komise spojena především s přelicencováním subjektů kapitálového trhu a řešením stížností minoritních akcionářů (ochranou investora). Prioritou pro rok 2002 a střednědobý horizont v legislativní oblasti byla stanovena harmonizace s direktivami EU (tj. více než deset let od transformace ekonomiky). Výsledkem zahlcení komise řadou úkolů byl pomalý proces schvalování nových emisí a legislativní nedostatky (zejména v oblasti derivátů).

Nedílnou součástí regulace trhu a zkvalitňování jeho fungování a služeb je Česká národní banka, která uskutečňuje dohled nad bankami – prověřuje tak funkčnost systémů i odbornou způsobilost těch nejdůležitějších účastníků trhu. Mimoto je povinností emitenta dluhopisů informovat ČNB (nejpozději ke dni vydání dluhopisů) o jeho základních parametrech (místo vydání, objem emise, forma a podoba dluhopisu, výnos a splatnost).

Emitenti

Díky transformačním změnám a velikosti ekonomiky je stále problémem nedostatek kvalitních emitentů z řad podnikové sféry. Dostatečně velkých, ziskových a dlouhodoběji působících podniků je na trhu relativně málo, takže jim nečiní problém získat finance z mnoha různých zdrojů, zatímco méně bonitní subjekty nebo subjekty s kratší historií mají problém získat potřebné financování. Tato situace vykryštovala zejména v druhé polovině devadesátých let - poté, co došlo k bankrotu některých podniků a bank. Výše uvedená tabulka 5.1. dokládá, že v letech 1994-1996 bylo emitováno více nestátních emisí dluhopisů než v jakémkoli následujícím roce. Celkový objem obchodování i tržní kapitalizace se zvyšovala, ale ve prospěch státních dluhopisů (viz kap. 6.4. a 7.1.).

³⁵ KCP vznikla k 1.4.1998 jako nezávislý supervizor pro oblast kapitálového trhu.

Ke zlepšení tohoto stavu by mělo vést celkový zlepšení hospodářského vývoje v zemi a přítomnost zahraničních subjektů se zájmem nejen podnikat a investovat, ale i financovat své aktivity v České republice (tak jak tomu bylo například v roce 2000 u trojemise dluhopisů automobilové společnosti Škoda Auto – se splatností 5, 7 a 10 let). Podporu domácímu trhu znamenaly i emise Evropské investiční banky především na domácím trhu, ale i ve formě eurodluhopisů, které umožnily diverzifikovat portfolia domácích institucionálních investorů do dluhopisů s nejvyšším ratingem a dlouhou dobou do splatnosti. Vstup do Evropské unie spojený s harmonizací legislativy by měl výrazně přispět jak ke zvýšení hospodářské výkonnosti ekonomiky, tak k vyšší aktivitě zahraničních subjektů v oblasti financování na domácím trhu (viz dále kap. 5.3. – vliv eura na trh dluhopisů).

Investoři

Co se týče investorů, je situace výrazně lepší. Po období úpadku řady bankovních domů sice největší banky (již zprivatizované do rukou zahraničních vlastníků) zaujaly poměrně konzervativní postoj k investování do dluhových instrumentů, který prospívá především novým státním emisím, ale nikoli podnikové sféře. Avšak vytvoření nových institucí (zejména penzijní a životní pojištění, stavební spoření a hypoteční úvěrování) přispělo v ČR ke zvyšování počtu investorů a k růstu významu dluhopisového trhu. Vzhledem k očekávané reformě penzijního systému role penzijních fondů pravděpodobně ještě poroste.

Výše uvedená stručná charakteristika modelu Inside-Across-Around ukazuje poměrně velkou škálu faktorů z vnitřního, vnějšího i prolínajícího se prostředí. Základ (Harwood, 2000) tvoří následující klíčové faktory:

5.2.3. Klíčové faktory

- a) 2 z vnitřního prostředí – vhodní a schopní investoři a emitenti (v menší míře rovněž prostředníci a angažovaná vláda)
- b) 2 z vnějšího prostředí – makroekonomická stabilita, daňové podmínky

Model

ad a) Jak investoři tak emitenti by měli pocházet z různých odvětví (tj. být diversifikováni), v dostatečném množství a velikosti. Investoři navíc musí být ochotní podstupovat rizika

(samozřejmě nejen úrokové, ale veškerá spojená s obchodováním, vypořádáním, zúčtováním, držením a splacením cenných papírů) a schopní tato rizika řídit.

Je vhodné, aby prostředníky tvořily jen banky a jejich spřízněné subjekty, což by mohlo snižovat některé operace a perspektivy.

Angažovaná vláda (nejspíše prostřednictvím regulátora) determinuje, jak rychle se bude vyvíjet trh dluhopisů.

V ČR: Odvětvovou diferenciaci emitentů bychom mohli považovat v ČR za dostačující ([viz grafy 7.8.-7.9.](#)). Avšak vzhledem k velikosti české ekonomiky, její dřívější ekonomické orientaci a vysokému stupni uzavření až do devadesátých let minulého století je stále problémem dostatečné množství a velikost emitentů i investorů, jak již bylo zmíněno výše.

Prostředníky tvoří většinou banky. Nebankovní subjekty jsou v minoritě jak v objemu obchodování, tak v organizování primárních emisí, a rovněž v podílu na aukcích státních dluhopisů. Ke konci roku 2002 byly na trhu dva aktivní nebankovní subjekty pravidelně se účastnící aukcí státních dluhopisů (Conseq a Česká pojišťovna). Do obchodování na sekundárním trhu dluhopisů je zapojeno více nebankovních subjektů, ale v podstatně nižší míře.

Ochota bank podstupovat riziko a investovat do dluhopisů domácích emitentů byla na počátku transformace poměrně vysoká. Důvodem byl nejen finanční přínos, ale i podpora státu (přes státní účasti v největších bankách), v některých případech i nedostatečné zkušenosti s hodnocením a řízením rizika. Tato relativní vstřícnost se proměnila v druhé polovině devadesátých let v období tzv. credit crunch, kdy banky omezily investice do méně bonitních aktiv – zejména díky nahromaděným klasifikovaným (často ztrátovým) úvěrům. Zatímco v roce 1996 bylo emitováno 35 nestátních dluhopisů, o dva roky později jen 14. Je však obtížné specifikovat, jaký podíl má na vytlačování nestátních dluhopisů neochota bank půjčovat méně bonitním subjektům, postupné zvyšování státního dluhu a nedostatek větších emitentů.

Na počátku transformačního procesu byla situace nedostatečného množství emitentů řešena emisemi subjektů plně nebo částečně vlastněných státem, které měly díky takovéto vlastnické struktuře vyšší kredibilitu ([viz dále 7. kapitola](#)). Z dnešního pohledu se tyto emise jeví přínosné jak pro rozvoj trhu, tak pro dané ekonomické subjekty, které se naučily získávat finanční prostředky novými (a často i levnějšími nebo vhodnějšími) způsoby a tyto nové návyky si přenesly i do budoucnosti, tj. po privatizaci. Tím v žádném případě nechci tvrdit, že státní vlastnictví bylo obecně přínosné pro rozvoj trhu.

Obecně stát příliš angažován v rozvoji trhu dluhopisů nebyl vzhledem k vlastnímu nízkému zadlužení (viz 6. kapitola) a větší pozornosti akciovému trhu díky masové privatizaci.

Model

Ad b) Makroekonomická stabilita zahrnuje dostatečný růst HDP, míru úspor, přiměřený rozpočtový deficit, nízkou inflaci a úrokové sazby. Občas může docházet k vytlačování soukromého sektoru vládním, což by měl naznačit rozpočtový deficit (resp. státní zadlužení) v kombinaci s poměrem úspor a investic.

Daňový systém by měl být nastaven tak, aby neznevýhodňoval dluhopisy vůči jiným alternativním finančním produktům (zejména úvěry a akcie). Nejedná se přitom pouze o daň z příjmu, ale také další daně a poplatky spojené s umístěním emise na trh, obchodováním, zprostředkováním apod.

V ČR:

Ekonomická transformace způsobila podle očekávání většiny iniciátorů i nestranných analytiků³⁶ narušení makroekonomické stability (výrazné rozdíly byly a jsou v předpokladech i následném hodnocení na délku trvání jednotlivých transformačních kroků a jejich sílu dopadu, vhodných nástrojích, tvorbě prostředí apod.).

Současnou makroekonomickou situaci lze považovat za poměrně stabilní a aktuální dynamiku jejího vývoje odpovídající rozvinutým zemím (viz tabulka). Vývoj inflace a státního dluhu je výrazně ve prospěch nových emisí dluhopisů.

Tab. 5.2.: Základní makroekonomické indikátory v ČR

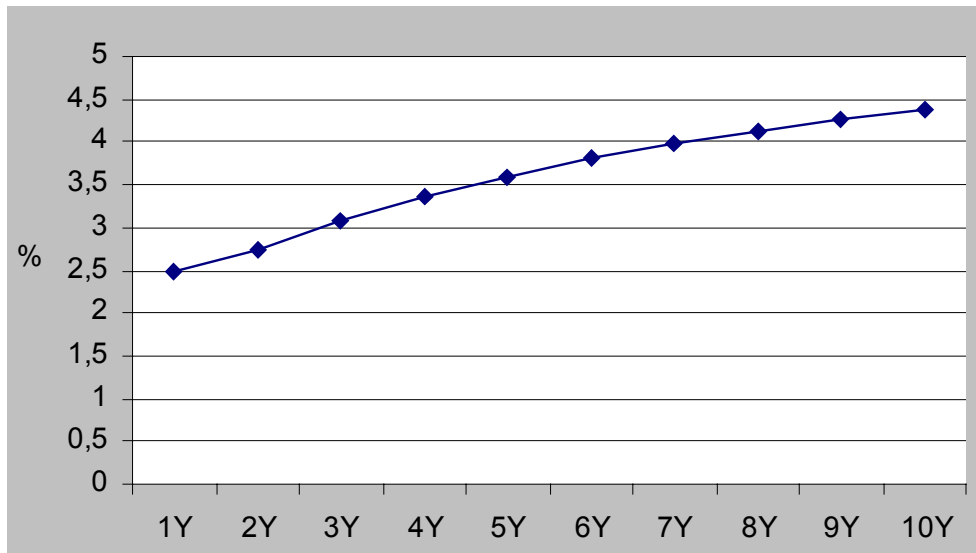
	1999	2000	2001	2002e
HDP (%)	0,5	3,3	3,3	2,3
Inflace (index spotřeb. cen)	2,5	4,0	4,1	1,2
Nezaměstnanost (%)	9,4	8,8	8,9	10,0
Obchodní bilance (USD mld.)	-1,9	-3,1	-3,1	-2,6
Státní dluh (% HDP)	12,4	14,6	16,0	18,7

Zdroj: Patria (www.patria.cz), listopad 2002

³⁶ Viz např. studie ČNB o transformaci

Jako velmi atraktivní faktor pro nové emise dluhopisů a obecně pro používání dluhového financování působila nízká úroveň úrokových sazeb (v celém spektru splatností), jak ukazuje graf swapové křivky (obr. 5.3.). Tato situace byla obdobná po celý rok 2002 a pravděpodobně bude velmi příhodná i v průběhu roku 2003.

Obr. 5.3.: Výnosová křivka – úrokové swapy



Zdroj: Patria (www.patria.cz), 18.12.2002

Konvergenci korunových a eurových sazeb zachycoval [graf](#) na počátku této kapitoly (obr. 5.2.).

Důležitým makroekonomickým ukazatelem pro investice do dluhopisů je rovněž míra úspor. Míra národních úspor v transformačním období kolísala mezi 28 až 30%, což je v evropském měřítku výjimečné. V zemích EU-15 dosahovala v devadesátých letech jen zhruba 20% a v ostatních středoevropských tranzitivních ekonomikách byla na počátku ještě nižší a teprve ve druhé polovině devadesátých let dosáhla evropského průměru. Více než polovina hrubých národních úspor v ČR vzniká v podnikatelské sféře, sektor domácností i vládní instituce se v letech 1993-1995 podílely na zbývajících úsporách zhruba stejným dílem. Avšak vysoká míra úspor nestačila plynule pokrývat vysokou míru investic, která v roce 1996 dosáhla včetně změny stavu zásob až 35,5% HDP (podle www.euroskop.cz) a jak ukazuje tabulka (tab. 5.3.) v posledních letech trvá převis míry investic nad mírou úspor.

Tab. 5.3.: Míra investic a úspor

	1998	1999	2000	2001/ 1-3. Q
Míra investic (THK) - %	30,2	27,9	29,7	31,3
Míra HDU - %	27,8	25,0	25,0	27,7
Převis míry investic nad mírou HDU (v p. b.)	2,4	2,9	4,7	3,6

Zdroj: ČSÚ, 2002; THK...tvorba hrubého kapitálu, HDU...hrubé domácí úspory

V posledních letech se objevují předpoklady pro vytěšňování nestátních dluhopisů státními vzhledem k rostoucímu státnímu zadlužení. Pokles počtu nestátních dluhopisů i jejich podílu na HDP (viz kap. 7.1.), zatímco podíl státních dluhopisů na HDP roste, naznačuje, že v určité míře pravděpodobně k tomuto jevu dochází.

Poměrně vysoký a povšimnutíhodný je příliv zahraničních investic, jedná se však především o investice do stávajících nebo nových podniků, což trh dluhopisů ovlivňuje pouze nepřímo, ale pravděpodobně pozitivně přes růst celkové hospodářské aktivity. Právě výraznější hospodářské oživení je faktorem, který česká ekonomika již delší dobu postrádá.

5.2.4. Faktory druhého řádu

Model

Do této skupiny patří zejména faktory napříč finančním systémem – rozvinutý trh státních dluhopisů, bankovní sektor a akciový trh. Problematickým faktorem je existence ratingové agentury vzhledem k tomu, že na jednu stranu existence ratingu usnadňuje investování a oceňování cenných papírů, ale na druhou stranu ratingová agentura musí být kredibilní, nezávislá a schopná obdržet informace a navíc být zisková (aby byla schopná dlouhodobější existence). Poplatky za rating by samozřejmě neměly významně prodražovat emisi.

V ČR:

Zatímco postupně docházelo k rozvoji trhu státních dluhopisů i bankovního sektoru, akciový trh se potýká s nízkou likviditou a objemem obchodování jako celku, velmi nízkým počtem relativně likvidních emisí, prakticky nulovým primárním emisím na veřejném trhu (nepočítáme-li „výměnu“ akcií ČS za akcie Erste Bank) a snižujícím se zájmu bank o operace s akciemi na vlastní knihu. Současný stav akciového trhu tak není přínosný pro další typy instrumentům na kapitálovém trhu.

V České republice působí ratingové agentury a přispívají tak k osvětě a vyšší průhlednosti na trhu. Nicméně banky si do značné míry domácí subjekty hodnotí samy a nespolehnají se na ratingové agentury. Další institucionální investoři jsou často vázané na banky a jejich systém hodnocení rizika (obvykle se v bankovní skupině vyskytují bank stavební spořitelny, pojišťovny a leasingové společnosti).

Tvorba likvidity

Model

Na základě zkušeností z jiných trhů lze likviditu podpořit vyššími objemy emisí, častou frekvencí, dostupným financováním (zejména krátkodobým) pro obchodníky na nákup cenných papírů.

Na rozvinutých trzích se obchodníci financují zejména prostřednictvím dlouhodobého kapitálu, repo operacemi a krátkodobými bankovními úvěry (bankovní linky).

Obchodníci by měli být rovněž schopni zajistit své pozice (zejména pokud tvůrce trhu je povinen kotovat prodejní cenu). Prostředkem pro zajištění mohou být likvidní státní dluhopisy, repo a reverzní repo operace, prodej na krátko, půjčky dluhopisů, swapy, forwardy, další termínované obchody a jiné deriváty.

Posouzení likvidity

Hodnocení likvidity na trhu dluhopisů lze učinit například na základě následujících kritérií:

- a) rozpětí mezi cenou nákup/prodej
- b) denní objem obchodování
- c) celkový objem obchodování/ celkový emisní objem
- d) pravidelný počet tvůrců trhu
- e) rozdíl mezi nejvyšším a nejnižším denním objemem
- f) počet likvidních emisí

Pro určité časové období by tato kritéria měla být průměrována, pro posouzení určitého stavu porovnána s předdefinovaným průměrem (např. v historickém nebo mezinárodním kontextu i mezi jednotlivými emisemi). Pro posouzení likvidity trhu i jednotlivého cenného papíru navrhuji posoudit alespoň dvě až tři kritéria zároveň. V tomto smyslu je likvidita chápána v této práci.

V ČR: Mezi nejlídnější dluhopisy na trhu dluhopisů v České republice patří státní dluhopisy vydané od roku 2000 (vydávají se ve více tranších a celkově dosahují výrazně vyššího objemu; rovněž je stabilizován daňový režim – více viz kap. 6.4.).

Sekundární trh s podnikovými dluhopisy probíhá mimo USA spíše v menším měřítku – obvykle převládá obchodování s několika málo většími, kvalitními emisemi. Toto se odehrává i v České republice (jedná se o dlouhodobější a velké emise bank se státní zárukou – např. ČEB a několika nebankovních subjektů – např. Škoda Auto).

Následující tabulka podává přehled nejobchodovanějších emisí na BCPP pro rok 2001. První dvě emise tvoří téměř polovinu všech obchodů na BCPP³⁷ a naznačují tak dominanci státních dluhopisů na domácím trhu. Mezi prvními dvaceti nejobchodovanějšími emisemi je 9 státních dluhopisů, 8 bankovních dluhopisů a 3 podnikové dluhopisy.

Tab. 5.4.: Nejvíce obchodované emise na BCPP - 2001

Název	Objem (CZK mil)	% - jednotlivé emise	% - kumulativně
ST.DLUHOP. 6,40/10	529 957,64	28,5	28,5
ST.DLUHOP. 6,95/16	326 081,45	17,6	46,1
ST.DLUHOP. 6,30/07	137 790,17	7,4	53,5
ST.DLUHOP. 6,75/05	99 959,74	5,4	58,9
EIB 8,20/09	64 335,65	3,5	62,3
KOB 10,875/04	54 941,81	3,0	65,3
ST.DLUHOP. 6,55/11	52 618,10	2,8	68,1
ST.DLUHOP. 6,90/03	45 319,89	2,4	70,6
EIB 6,50/15	34 293,45	1,8	72,4
ŠKODA AUTO 7,25/05	33 980,05	1,8	74,2
ST.DLUHOP.12,20/02	30 059,69	1,6	75,8
ČSOB VAR/02	27 477,41	1,5	77,3
UNIPETROL 9,00/04	24 564,51	1,3	78,6
ST.DLUHOP.10,90/03	22 679,55	1,2	79,9
KB VAR/02	21 406,37	1,2	81,0
ČEZ 11,0625/08	20 629,02	1,1	82,1
ČEB 6,95/10	20 252,35	1,1	83,2
KB 8,00/04	19 486,46	1,1	84,3
KB VAR2/02	19 135,47	1,0	85,3
ST.DLUHOP.10,55/02	18 760,69	1,0	86,3

Zdroj: výroční zpráva BCPP za rok 2001

5.2.5. Nejčastější problémy a řešení

Charakteristika jednotlivých faktorů a subjektů podle modelu Inside-Across-Around vyúsťuje ve shrnutí problémů a jejich řešení. Na základě porovnání s dluhopisovým trhem v ČR byla na tomto principu vypracována následující tabulka (tab. 5.5.):

Tab. 5.5.: Problémy a možná řešení na trhu dluhopisů

Problém	Možné řešení
Nedostatečný ekonomický přínos <i>často vinou regulace (tj. dlouhodobý proces schvalování, vysoké náklady na zaknihování, uvedení na burzu apod.)</i>	zjednodušení regulace: <i>zkrácení schvalovacího procesu, nepožadovat nepotřebné informace, konsolidovat schvalovací proces pod jednoho regulátora, registrace tzv. do příhrádky (shelf registration) s aktualizací informací při potřebě nové emise</i>
Nedostatek vhodných emitentů	podpořit emise zahraničních a nadnárodních subjektů (tj. podpořit swapové operace) <i>nejen pro zvýšení počtu a objemu emisí, ale také jako demonstrační prvek a bezrizikové referenční aktivum (obvykle nedochází k vytlačování domácích emisí, ale k rozšíření nabídky a možnosti diverzifikovat riziko)</i>
Nedostatek vhodných investorů <i>nákup podnikových dluhopisů bývá limitován snahou o vysokou likviditu a nízké kreditní riziko, může však být i limitován při neexistenci tržního přeceňování portfolií a neúčtování/nereportování o nerealizovaných ziscích a ztrátách, neexistenci distribučních kanálů a slabých prostředníků neschopných kultivovat investory</i>	podpořit tvorbu institucionálních investorů a umožnit jim nákup kvalitních podnikových dluhopisů (zejména penzijní fondy a pojišťovny, dále stavební spořitelny, hypoteční banky) zavést podněty k obchodování a nákupu cenných papírů – tržní přecenění portfolií, oceňování portfolií podle výkonu <i>tržní přecenění může vystavit investory vysokým ztrátám, takže vyžaduje delší časový prostor</i>
Nedostatečný výnos pro prostředníky <i>nízké objemy obchodů, poplatky, marže, nedostatek zajištění</i>	Často pomáhá vnitřní regulace <i>nízký požadovaný minimální kapitál (ale s fungujícím dohledem) struktura prostředníků možnost působit jak na primárním, tak sekundárním trhu, obchodovat rozdílné, diversifikované finanční instrumenty (včetně státních) (opět s fungujícím dohledem)</i>
Angažovanost státních orgánů <i>Regulace</i>	široký regulatorní konsensus jeden regulátor
Makroekonomická stabilita <i>včetně vytlačování privátních investic (crowding-out efekt) a politické nestability</i>	Možnost emisí s plovoucím kuponem a kratší dobou do splatnosti
Danění	nastavení neutrálního daňového prostředí
Referenční aktivum	Rozvinout trh státních dluhopisů <i>Plán aukcí, zastupitelné emise, tržní ocenění, emise s různými dobami do splatnosti – tvorba výnosové křivky</i> Nestlačovat úrokové sazby kvůli hlídání nákladů na obsluhu státního dluhu Jiná referenční aktiva – <i>pravidelné kotace swapových sazeb, pravidelné emise nadnárodních subjektů nebo vysoce bonitních zahraničních subjektů</i>
Příliš slabý nebo příliš silný bankovní sektor	Existence nebankovních subjektů schopných emitovat, investovat a zprostředkovat emise dluhopisů Převodní aktivit spojených s cennými papíry na separátně kapitalizovanou dceřinou společnost Zavést tržní přeceňování a požadavky na řízení aktiv a pasiv Speciální daňové prázdny na podporu zavedení dluhopisového trhu vůči úvěrům
Ratingové agentury	Rating by neměl být povinný, zvláště když zabraňuje růstu trhu
Tvorba likvidity	Posílení infrastruktury Kombinace obchodování na burze a přes přepážku (OTC) – <i>i OTC může být regulováno (uvedení cenného papíru, členství, obchodování)</i> Sjednocení vypořádání, zúčtování a depozitáře v jednom místě Tržní přeceňování

³⁷ Obchody na BCPP nepředstavují skutečný objem všech obchodů a mohou v nich být zahrnuty i technické operace, proto nelze vyvozovat na základě těchto dat definitivní závěry.

	Větší a častější emise – viz výše Dostatek investorů – viz výše Nástroje na financování a zajištění pozic
--	---

Studie Harwood (2000) doporučuje definování aktuálního stavu dluhopisového trhu vždy po několika letech v následujících oblastech:

- jaké jsou aktuální problémy a jejich možné řešení
- které aktivity by se měly podpořit (v jakém časovém horizontu)
- struktura, možnosti a postoje účastníků trhu
- funkčnost primárního trhu
- makroekonomické podmínky
- trh státních dluhopisů
- existence referenčních aktiv
- typy produktů

Pro urychlení transformačního procesu jsou uvedeny 3 základní kroky:

- a) spolupráce regulátorů a účastníků trhu, odhalení problémů, ustanovení pracovních skupin na řešení problémů
- b) demonstrační emise – jak provádět emise, jaké přínosy a obtíže zahrnuje emitování dluhopisů
- c) kooperace vnitřních a vnějších regulátorů – vytvoření pracovních skupin pro křížovou regulaci (vyměňování informací, tvorba regulace, mezinárodní spolupráce apod.)

Uvedený model Inside-Across-Around je aplikovatelný i na Českou republiku a jeho použití odhaluje slabiny domácího trhu (viz tab. 5.5. výše). Dluhopisový trh v ČR byl v souvislosti s přípravou na vstup do Evropské unie analyzován a porovnáván i s ostatními kandidátskými zeměmi. Je však vhodné, aby tyto analýzy pokračovaly nejen z iniciativy zahraničních subjektů a regulatorních orgánů.

5.3. Vliv eura na trh dluhopisů

Jednou z nejvýznamnějších událostí v evropském hospodářství a politice bylo vytvoření jednotné evropské měny. Tento obrovský přelom na dosud konzervativním evropském kontinentě s sebou přinesl řadu změn ve vnímání, funkci a účelu mnoha institucí a zároveň vytvořil prostředí velmi vhodné a zajímavé pro jejich zkoumání. Zavádění nadnárodní měny bylo podrobně sledováno a analyzováno. Přestože je ještě brzy na definitivní hodnocení a závěry, již nyní jsou některé proměny zřejmé. Významný pokrok byl učiněn v oblasti harmonizace legislativy a regulace, o čemž svědčí například sestavení a uplatňování Financial Services Action Plan³⁸ (plán implementace legislativy jednotného evropského trhu týkajících se finančních služeb) a Lamfalussyho report (směřujícího ke sjednocení regulace a dohledu finančních služeb). Právě tyto oblasti byly ještě v nedávných letech považovány za jeden z největších nedostatků další ekonomické integrace evropských zemí. Přesto však zůstává řada nedostatků a evropských specifíků (např. protekciónářská opatření) ovlivňujících fungování finančního světa.

Tato práce se bude zabývat změnami, které přineslo zavedení eura dluhopisovým trhům, z pohledu České republiky - ekonomiky, která by mohla ještě v tomto desetiletí přijmout euro za svou národní měnu.

Již samotná příprava zavedení eura byla doprovázena konvergencí úrokových sazeb a harmonizací tržních systémů. Při přípravě na případnou pozdější adopci jednotné měny je vhodné si připomenout, co se od jednotné měny očekávalo a zda a jak se tato očekávání naplnila. Jsou dosavadní zkušenosti současných členů EMU přenosné na Českou republiku a jak jich využít - respektive jak co nejlépe připravit trh, jeho účastníky a pravidla na předpokládané změny. Práce přiblíží vliv eura především v těchto oblastech: státní a podnikové dluhopisy – velikost, kredibilita, likvidita, vznik referenčních aktiv, deriváty a řízení rizika.

Základní charakteristika vlivu eura na trh dluhopisů v této práci vychází ze zprávy Evropské komise (Euro Papers 46 - The euro area in the world economy – developments in the first three years, červenec 2002) a studie Světové banky (BIS WP 100 – Gabriele Galati & Kostas Tsatsaronis, červenec 2001), podle které: „...trh dluhopisů je segmentem finančního trhu, kde vliv eura (resp. jednotné měny Evropské měnové unie) byl nejhlubší a nejrychlejší (což je doložené vysokým nárůstem objemu nových emisí dluhopisů v euro zóně se zavedením společné

³⁸ Uskutečnění FSAP s cílem sjednotit legislativu se plánuje do roku 2005.

měny – zejména v privátním sektoru)... Tento fakt je dán charakterem trhu, který už před zavedením eura byl relativně nejmezinárodnější (zejména státní dluhopisy byly často používány k zvýšení diversifikace portfolií institucionálních investorů).“

5.3.1. Hlavní očekávání a skutečnost

Zavedení jednotné evropské měny změnilo konkurenční postavení největších dluhopisových trhů. Dluhopisy denominované v euro se staly protiváhou dluhopisům denominovaných v amerických dolarech nebo japonských jenech. Euro se stalo druhou nejdůležitější měnou pro emise mezinárodních dluhopisů s podílem 44% oproti 48% v US dolaru (podle statistik BIS³⁹).

Níže uvedená tabulka souhrnně stručně naznačuje změny související s jednotnou evropskou měnou na trhu dluhopisů denominovaných v euru.

Tab. 5.6.: Základní vlivy eura na dluhopisový trh - očekávání a realita

Co se od eura očekávalo	Co se dosud uskutečnilo
růst trhu dluhopisů	objem státních dluhopisů vzrostl, ale zatím jen jako suma předchozích emisí v národních měnách celkový objem dluhopisů denominovaných v EUR převýšil po vzniku eura celkový objem dluhopisů v předchozích měnách
větší likvidita	likvidita stoupla – zejména ve Francii (měřená jako obrat v Euroclearu) stouply emisní objemy státních dluhopisů
homogenizace trhu	probíhá proces sjednocování národních charakteristik; homogenizace zatím nízká (např. vydávání emisí státních dluhopisů: objem, struktura, splatnosti, emisní kalendář apod.), probíhají spíš dvoustranné dohody než jednotná koncepce; neexistuje např. jednotná referenční výnosová křivka
konvergence výnosových křivek	docházelo již před zavedením eura; po zavedení eura nadále existují národní výnosové křivky s drobnými rozdíly ve výnosech – tj. zůstaly kreditní marže (v čase se mění)
zvýraznění pozice nestátních dluhopisů	podíl dluhopisů privátního sektoru se zvýšil, nicméně více-rizikové (high-yielding) emise jsou stále relativně málo časté
koncentrace tržních aktivit	euro pravděpodobně podpořilo další koncentraci služeb finančního sektoru do největších investičních bank (10 největších upisovatelů zaujímá větší pozici na trhu)

Pozn.: sestaveno podle studie BIS WP 100 a zprávy Evropské komise č.46

5.3.2. Státní dluhopisy

Nejmarkantnější je vývoj situace na trhu státních dluhopisů, které tvoří podstatnou kategorii dluhopisových instrumentů.

5.3.2.1. Velikost trhu

Velikost trhu státních dluhopisů je determinována vývojem státního zadlužení, inflace a měnového kursu, což zásadně ovlivňuje aktuální pozici tří největších trhů státních dluhopisů (viz tab. 5.7.) – to dosvědčuje i vysoký rozdíl mezi nominální a tržní hodnotou na uvedených trzích.

Tab. 5.7.: Velikost trhu státních dluhopisů (USD mld.)

	Nominální hodnota			Tržní hodnota	
	1998	2000	2002*	1998	2000
EURO 11	3 474	2 834	2 900	2 266	2 430
USA	3 347	2 993	2 438	1 838	1 740
Japonsko	2 709	3 626	4 115	1 282	1 733

* odhad na základě materiálů OECD o státním zadlužení

Zdroj: BIS WP 100, červenec 2001

5.3.2.2. Aukce a emise státních dluhopisů

Významným materiálem zabývajícím se koordinací emisí veřejného dluhu v eurozóně je report Giovannini Group: Co-Ordinated Public Debt Issuance In The Euro Area z 8. listopadu 2000. Zabývá se od jednodušších koordinačních kroků, které budou dále připomenuty, po vytvoření jedné komunitní instituce pro vydávání dluhových instrumentů a zapůjčování získaných prostředků jednotlivým členským zemím. Návrh na vytvoření vícestranné agentury zajišťující emise státního dluhu padl již dříve, ale ohlas byl poměrně skeptický (viz např. Galati, 2001). Hlavním problémem je pojem národní suverenity a rozdílné národní právní rámce včetně daňových systémů. Jedna agentura pro emise státního dluhu by znamenala kolektivní odpovědnost za jednotlivá národní zadlužení, což je přes rozsáhlou ekonomickou integraci v Evropské měnové unii ještě stále těžko dosažitelné. Dílčí kroky vedoucí ke koordinaci emisí státního dluhu jsou však uskutečnitelné.

Dosud se rozběhly pouze méně formální spolupráce: koordinace aukčních kalendářů, struktury emisí (splatnost, kupony a další technické faktory), ale spíše jako jednostranné akce.

³⁹ BIS...Bank for International Settlement

Podle návrhu skupiny Giovannini základní prvky koordinace jsou:

- jednotný emisní kalendář, který by zefektivnil tržní nabídku dluhopisů
- identický kupon a splatnosti za účelem vyšší srovnatelnosti mezi rozdílnými národními emisemi
- jednotný systém primárních dealerů včetně jednotného nebo překrývajícího se členství, standardního systému oceňování, velikosti emisí, rozpětí nákup/prodej
- společný clearing a vypořádání v reálném čase, tak aby bylo zajištěno jednotné zpracování kompletní transakce a usnadněno řízení přes-hraničních prodejů a nákupů

K těmto prvkům dluhopisové trhy v eurozóně pomalu, ale postupně směřují.

Aukční kalendáře se ve většině západoevropských zemí zveřejňují na roční bázi (podobně jako v ČR), severské země (Dánsko, Finsko a Švédsko) pololetně, Německo a Portugalsko čtvrtletně. Aukční mechanismus probíhá ve většině zemí prostřednictvím více-cenových metod, nicméně v 5 členských státech byl k roku 2001 používána jednotná cena pro všechny nebo vybrané státní emise.

Malé země se snaží stahovat a postupně nahrazovat malé emise většími (tj. nad 2 mld. EUR) za účelem zvýšení likvidity těchto emisí a možnosti je zvolit jako referenční aktivum. Některé z nich (např. Rakousko, Belgie, Nizozemí a Portugalsko) se snaží emitovat své dluhopisy prostřednictvím syndikátu bank (místo tradičních aukcí), aby získaly širší investorskou základnu a možnost většího objemu emise. Úsilí o vyšší emisní objemy podporuje i elektronická obchodní platforma EuroMTS⁴⁰, přes kterou se obchodují pouze emise s vysokým emisním objemem – konkrétně emise státních dluhopisů nad 5 mld. EUR a privátní emise minimálně v objemu 3 mld. EUR.

5.3.2.3. Referenční aktiva a výnosová křivka

Tři roky po vzniku eura neexistovala jednotná referenční výnosová křivka. Mezi nejčastěji používané patří výnosová křivka německých státních dluhopisů vzhledem k velikosti trhu a předchozí pozici. Nicméně pro jednotlivá specifická období se používají spíše referenční aktiva:

- a) pro dlouhodobé dluhopisy (zejména 10 let) – německé státní dluhopisy: nejen vzhledem k velikosti trhu, ale i standardizované vazbě na futures;

⁴⁰ Tento systém je v současné době spoluvlastněn největšími bankami aktivními v Evropě a postupně získává významný podíl na trhu (odhaduje se, že na počátku roku 2000 bylo prováděno 40% transakcí přes Euro MTS).

- b) střednědobé dluhopisy (5-7 let) – francouzské státní dluhopisy: vzhledem k tomu, že Francie koncentrovala na tuto splatnost nové emise a zavedla podněty pro investory (index-linked bonds, strips) a velmi transparentní emisní politiku (předběžný kalendář + zvýšení efektivity procesu aukcí)

Menší země se snaží emitovat vyšší emisní objemy dluhopisů, aby uvedeným státním dluhopisům konkurovaly. Převažuje tedy tendence spíše méně emisí, ale většího objemu.

5.3.3. *Emise privátního sektoru*

Vliv eura pro privátní sektor na trhu dluhopisů byl výraznější. Emitenti euro zóny vydali 75% mezinárodních dluhopisů v euru (8/98-11/99), oproti 10% v předchůdcích eura (1/90-7/98). Zahraniční residenté vydali 21% mezinárodních dluhopisů v euru oproti předchozím 2% (ve stejných obdobích). Nové emise podnikových dluhopisů jsou jednou z nejlépe dokumentovaných strukturálních změn se zavedením eura.

Mezi hlavní faktory zvýšeného zájmu o emise v jednotné evropské měně patřily pozitivní inflační a růstový výhled (tj. nízké úrokové sazby), optimismus investorů, globální fúze a akvizice, prohlubující se proces sekuritizace na evropském kontinentu a pozice telekomunikací (které jako součást tzv. nové ekonomiky se významně podílely na vysokém objemu dluhopisů). Mimo těchto faktorů přispělo euro konkrétně rozšířením okruhu investorů a snížením nákladů na financování prostřednictvím kapitálového trhu. Navíc první úspěšné emise vedly k následování na primárním trhu, podobně na sekundárním trhu úspěšné zahájení obchodování vedlo ke zvýšení objemu obchodů. Eliminace národních (resp. měnových) rizik a soustředění se na kreditní rizika přispělo ke zjednodušení tvorby analýz, oceňování rizika cenných papírů a tedy i nastavení kreditních (úvěrových) linek.

Zlepšení pozice podnikových emisí však dosud nevedlo ke změně tradiční podoby financování podnikové sféry na tzv. starém kontinentě ve prospěch trhu a na úkor bankovních úvěrů. Nižší vyzrállost evropského oproti americkému trhu naznačuje vysoká koncentrace na pár typů emitentů (v tomto případě bank, telekomunikací a médií). Banky sloužily obvykle jako prostředník pro získávání financování pro podnikovou sféru (prostřednictvím úvěru nebo jiné tradiční formy dluhového financování) a samy si půjčovaly na kapitálovém trhu. Celkově je ve srovnání s USA objem emisí podnikových dluhopisů nižší.

Sjednocení měn přispělo k řadě kroků směřujících ke zvýšení likvidity na trhu. Důkazem toho jsou například tzv. „Jumbo issues“ – emise s minimálním objemem 500 mil EUR, závazné kotace tvůrců trhu a akceptování nestáních dluhopisů v repo operacích. Eurosystem přidělil

status 1 (Tier 1) tzv. Pfandbriefe⁴¹, čímž umožnil je používat jako kolaterál v euro zóně. Řada zemí navázala na úspěch Pfandbriefen zavedením legislativy, která podporuje tvorbu podobných instrumentů vázaných na aktiva (asset-backed securities).

Dalším pozitivním faktorem je nejen růst objemu emisí a likvidity, ale i širší nabídka instrumentů i pro rizikovější klienty. Kapitálové trhy se staly flexibilnější a nákladově-efektivnější pro restrukturalizaci firem a investice (delší splatnosti, výrazný pokles poplatků za úpis⁴² a méně přísné podmínky oproti bankovním úvěrům). Oproti USA je ale postavení rizikovějších emitentů výrazně slabší a navíc investorská základna pro tzv. high-yield bonds pocházela z 50% z USA (tržní odhad pro rok 1999 z publikace BIS WP 100). Základní faktory pro překonání tohoto stavu byly dány zlepšením a sjednocením právního rámce pro oblast úpadku a dokumentace a podřízenosti dluhu.

5.3.4. *Burzy – pokračující proces konsolidace*

Proces konsolidace evropských burz započal ještě před vznikem eura⁴³, avšak zavedení jednotné měna je výrazným faktorem ve prospěch tohoto procesu. V průběhu roku 2002 naznačil evropský komisař Frits Bolkenstein, že za pár let zbude v Evropě jen 5 burz, a ředitel Euronext⁴⁴, Jean-François Théodore, dokonce ubral na pouhé 3 burzy.

Konsolidace burz přispívá k harmonizaci regulace a pravidel obchodování – např. Euronext přinesl celoevropský (pan-european) souhrn pravidel a celoevropský členský status. Přínos Euronextu se projevil na zvýšení objemu obchodů cenných papírů, které se dříve obchodovaly na lokálních burzách.

Další údaje k vybraným burzám na evropském kontinentu (viz kap. 7.3.).

5.3.5. *Vstup nových členů*

Velikost trhu dluhopisů denominovaných v euro by se mohla výrazně změnit, pokud by se EMU rozšířila o další členy – nikoliv však o současné kandidátské země na členství v EU, ale především o Anglii.

⁴¹ Speciální druh dluhopisů vázaných na hypotéky

⁴² Santos a Tsatsaronis (2001) odhadli redukci upisovacích poplatků vlivem zavedení EMU přibližně na 80 bazických bodů (během let 1997-2000 tyto poplatky klesly ze 150 bps na 25 bps běžných v USA)

⁴³ Například první fáze Euronext se počítá od roku 1997.

⁴⁴ Euronext ... nadnárodní burza pro akcie, dluhopisy, deriváty i komodity; vznikla sloučením burz v Paříži, Amsterdamu a Bruselu; Významné postavení má především v oblasti měnových operací, akciových opcí a komodit. Postupně by měla významně konkurovat Londýnu i v dalších segmentech.

Vezmeme-li v úvahu trh státních dluhopisů, pak současní kandidáti na vstup do Evropské unie mají celkový objem trhu státních dluhopisů v nominální hodnotě přibližně 150 miliard eur, zatímco Anglie desetinásobný ([viz](#) graf 7.1. a 7.2.). Toto poměrně nevýrazné postavení kandidátských zemí jim spolu s ekonomickým postavení předurčuje spíše přijímat charakteristiky a legislativu západoevropského trhu. Jejich postavení při přijímání eura by se pak pravděpodobně blížilo postavení Řecka nebo Irska, které jsou co do velikosti trhu státních dluhopisů dokonce menší než Polsko, Maďarsko i Česká republika.

Vstup nových ekonomicky méně vyspělých členů do EMU, pokud k němu dojde v několika následujících letech, by pravděpodobně znamenal zvýraznění odlišností jednotlivých národních trhů (např. existenci více národních referenčních křivek) a prodloužení období na překlenutí tohoto stavu. Všechny členské země by však měly těžit z rozšíření prostoru s jednou měnou a jednotnými pravidly a regulací (obecné přínosy finanční integrace připomíná např. zpráva Evropské komise o finanční integraci, č. 171 z května 2002).

Co se týče trhu dluhopisů v ČR, je pravděpodobný nárůst počtu investorů, kteří budou ochotni a schopni investovat do dluhopisů především vzhledem ke snížení finančních rizik. Nejviditelnější je **odstranění měnového rizika** – tj. odpadne nutnost měnového zajištění přes úrokové deriváty, což sníží náklady a zvýší dostupnost dluhových instrumentů domácích subjektů (někteří investoři nepoužívají deriváty vzhledem k jejich nižší dostupnosti v daných měnách, zákonným omezením nebo případně z účetních a jiných důvodů). Přijetím a splněním podmínek Maastrichtské smlouvy dojde rovněž ke zvýšení kredibility a ke **snížení kreditního (resp. úvěrového) rizika** státních instrumentů. Je tak pravděpodobné nové nastavení limitů pro investování a obchodování v systémech pro sledování kreditního rizika mnoha finančních subjektů. Rovněž by mělo dojít ke snížení obchodního (např. právní, daňové a regulační) a operačního rizika, budeme-li předpokládat plnou implementaci legislativy a regulatorního rámce EMU v ČR.

Nastavení vhodného prostředí pro současné i nové členy je úkolem již zmíněného plánu FSAP schváleného Evropskou komisí. Uvedený plán je dokladem toho, že tvorba institucí a vyjasnění vazeb mezi nimi je zásadní pro adekvátní a přínosné fungování finančních trhů zejména při zvyšujícím se počtu členů EU. Evropská komise by měla zajišťovat uplatňování EU legislativy v členských zemích a přijímat právní opatření v případě, že by docházelo k jejímu porušování (podle návrhu Lamfalussyho zprávy).

V době, kdy budou vstupovat nové členské země do EU, by měl být plán FSAP v oblasti cenných papírů již dokončen (do roku 2003). Implementace jednotné legislativy, regulace a dohledu je však proces dlouhodobější.

5.4. Závěry

Tvorba a fungování institucí je základní problém jak v rozvíjejících se, tak vyspělých ekonomikách. Dluhopisový trh v ČR zatím ještě není ve stádiu plně rozvinutého trhu, přestože již překonal řadu problémů a charakteristiky segmentu státních dluhopisů jsou v současnosti již velmi blízké charakteristikám v zemích Evropské unie. Nicméně proces tvorby funkčního trhu a jeho institucí je nepřetržitý proces, což dokládá nejen vývoj v České republice, ale i v eurozóně. Vstupem do Evropské unie a přípravou na členství v měnové unii bude Česká republika čelit řadě opatřením vedoucím k harmonizaci legislativy, dohledu a regulace i technických záležitostí, která již v eurozóně probíhají a neustále se rozvíjejí.

Tato harmonizace by měla vést k zefektivnění finančních operací a přispět k ekonomickému růstu a širší, dostupnější a levnější nabídce finančních služeb nejen v České republice.

Pohled na fungování jednotlivých institucí dluhopisového a finančního trhu vůbec je pro zabezpečení jeho efektivního fungování téměř nezbytný, zejména dochází-li k podstatným ekonomickým a politickým změnám. Institucionální pohled a analýza umožňuje odhalit nezbytnost ustanovení nezbytných institucí a objasnit a prohloubit vazby mezi jednotlivými subjekty. Analýza institucí finančního trhu bezprostředně navazuje nejen na ekonomickou a finanční analýzu trhu, kterou se tato práce zabývá, ale rovněž na analýzu právního, daňového a soudního systému, jež v této práci uvedena není.

Fungování institucí má své kořeny v tradicích a kulturách jednotlivých zemí. Česká republika sice potlačila základní předpoklady pro fungování trhu v období budování socialismu, ale - jak bude uvedeno v následující 6. kapitole – historické kořeny přispěly k rychlému obnovení funkcí některých institucí. Právě kapitola o historii dluhopisů ukáže, že tvorba jednotlivých institucí je dlouhodobý a jejich rozvoj nepřetržitý proces.

VI. Historický pohled na trh dluhopisů na území České republiky

Zmapováním historie si lidé odnepaměti připomínali pamětihodné skutky a okamžiky. Tato kapitola si rovněž klade za cíl připomenout důležitá místa v dějinách dluhopisů, tak abychom mohli snáze pochopit současný stav a případně se vyvarovat minulých chyb a nedostatků.

Historie dluhových instrumentů má kořeny již ve středověku (dlužné úpisy, směnky). Směnka a jí podobné směnitelné cenné papíry se staly vzorem pro řadu typů cenných papírů počínaje dluhopisy až po akcie (viz *Koloušek (1909)*). První dluhopisy se na českém území objevily v období vlády habsburských panovníků.

Proto tato kapitola začne v dobách Rakousko-uherské monarchie. Společná minulost s Rakouskem je sice historicky poměrně vzdálená, ale mohla usnadnit návrat k současnému západoevropskému standartu. V mezidobí však došlo nejen k osamostatnění Československé republiky, ale i k odklonu od tržních mechanismů a dalšímu rozpadu společného soustátí. Podařilo se v novodobé historii navázat na fungování tržních institucí přes všechny minulé překážky?

Postupný přehled vývoje trhu dluhopisů a jeho institucí od dob Rakouska-Uherska přes tzv. 1. republiku, období socialismu až po současnost by měl pomoci při další analýze současného stavu a posloužit jako připomenutí nezbytných kroků při rozvoji dluhopisového trhu. Velká pozornost bude věnována především emisím veřejného dluhu, jakožto nejpodstatnější součásti domácího, ale i západoevropského trhu.

V posledních letech (období novodobé historie) docházelo k novelizaci mnoha zákonů týkajících se finančních trhů, měnil se princip a způsoby zdanění, obnovila se činnost burzy, ale rovněž došlo k výrazným změnám v makroekonomické a politické sféře. Tato „desetiletka“ má na současnou podobu trhu dluhopisů pravděpodobně větší vliv než předchozích dvě stě let. Považuji proto za nezbytné toto období přiblížit nejdůkladněji a poukázat na významné změny, které se v něm odehrály.

6.1. Před první republikou (resp. stav za Rakousko-uherské monarchie)

6.1.1. Veřejný dluh

Přestože v současné době existují dluhopisy především v dematerializované podobě, po dlouhou dobu své existence byly především v listinné podobě a mají tak společnou historii s papírovými penězi⁴⁵.

⁴⁵ V dnešní době však stejně jako u dluhopisů narůstá role dematerializované podoby peněz.

Na území dnešní České republiky se objevují první listinná platidla za vlády Marie Terezie jako 6% státní půjčka.

Tyto tzv. „platební obligace“ byly přijímány při placení všech komorních a kontribučních dávek jako kovové mince. Protože vznikly jako půjčka, předpokládalo se, že rakouský stát má své papírové peníze splatit v dobré měně, poněvadž za ně rovněž dostal hodnotné peníze. Půlpán (1993)

Byly vydány roku 1762 a do září 1766 staženy z oběhu a zničeny. Průlom ve státních financích v druhé polovině 18. století nebyl spojen jen s vydáním papírových platidel, ale rovněž se vznikem veřejné burzy ve Vídni (od roku 1771) a rychlým nárůstem státního dluhu.

Dluh rakousko-uherské monarchie (tj. ještě před vyrovnání s Uhrami v roce 1867) byl pod správou státní Wiener Stadtbank⁴⁶ (která dala do oběhu i výše zmíněné papírové peníze). Podle Kolouškových údajů byly státní obligace zpočátku vydávány s úrokem 6% i vyšším. Dluhová služba se však stávala příliš nákladnou a po 7leté válce⁴⁷ došlo ke konverzi na obligace se 4% kuponem, přičemž některé konverze probíhaly v podstatě pod nátlakem (na kupónový zisk ze starých obligací se uvalila daň, která snížila zisk na úroveň nižšího úročení nových obligací). I přes uvedenou konverzi státní dluh pokračoval v razantním růstu – od roku 1766, kdy činil 107 mil. zl. se do roku 1777 zvýšil na 252,6 mil. zl. a roku 1793 činil 390 mil. zl. Část dluhu převzaly stavy českých a rakouských zemí, na které poté vydaly obligace.

Další válečné konflikty (zejména napoleonské výboje) byly dalším významným zásahem do státních financí. Vláda si vypomáhala zvyšováním daní, vydáváním nových papírových peněz, čímž došlo ke zhoršování kvality papírových platidel (tzv. bankocetlí - neúročitelné) a růstu cenové hladiny. Tuto situaci si můžeme ilustrovat i výrazným poklesem ceny státních obligací (v lednu 1799 činila 70,1% a k roku 1810 10,5% - cena ve stříbře viz *Koloušek (1909)*).

Počátek 19. století je poznamenán dalšími významnými (bohužel v negativním smyslu) událostmi ve státních financích habsburské monarchie. Roku 1811 byla provedena Wallisova reforma čili devalvace nebo státní bankrot (cena papírových a měděných peněz byla snížena na jednu pětinu jmenovité hodnoty) a stát se tak zbavil přibližně 80% svých dluhů. Zároveň byly vydány nové papírové peníze, tzv. šajny, ale znovu došlo k postupnému snižování jejich hodnoty (šajny nedosáhly kupní síly stříbrných peněz). Ty byly později doplněny emisí anticipačních listů, které lze z právního hlediska považovat za státní obligace; v obecném pojetí splynuly se šajny a představovaly inflační peníze (viz Vencovský, 1999, str. 59).

⁴⁶ Wiener Stadt-Banco byla založena 24.12.1705 na základě úmluvy habsburského dvora s vídeňskou obcí. Stát ale vídeňskou obec postupně z vedení banky vytlačoval, takže k roku 1759 byla banka již prakticky státní. (viz Vencovský a kol.: Dějiny bankovníctví v českých zemích, 1999)

Finanční poměry v zemi pomohlo stabilizovat zavedení cedulové banky. Ta byla 1. července 1816 otevřena pod názvem „Privilegovaná rakouská národní banka“⁴⁸ a patentem z 15.6.1817 obdržela první definitivní statut cedulové banky s privilegiem na 25 let. Zde se opět setkáváme s obligacemi – cedulová banka stahovala měnu z oběhu (včetně 1% obligací) a za přijaté cedule vídeňské měny byly bankou vydány 2,5% dluhopisy, jež se měly postupně splácet ze splátkového fondu (pod správou cedulové banky) dotovaného státem.⁴⁹

Znovu však narůstalo dluhové břemeno a ve 40. letech 19. století pohlcovala dluhová služba třetinu státních příjmů (viz *Půlpán (1993)*).

Nové typy obligací jsou spojeny s rokem 1848 (zrušení poddanství a roboty) – tzv. **vyvazovací obligace pozemkové** (Grundentlastungsobligationen), kterými zemská hospodářství částečně odškodňovaly vrchnosti za jejich bývalá vrchnostenská práva proti selským usedlostem. Oprávněné osoby obdržely 5% obligace v nominální hodnotě 20ti násobku ušlého zisku. Podobného původu byly také propinační nebo výčepní obligace v jednotlivých zemích a obligace na vyvázání z vinného desátku aj. Vyvazovací obligace po r. 1849 byly vydané především ve slosovateľné podobě s konečnou dobou do splatnosti 35-45 let (většinou byly postupně spláceny podle slosování). Nicméně v jednotlivých zemích zbyly tyto dluhy i déle, protože byly konvertovány do novějších (s nižším úrokem). Splacení obvykle napomohla vysoká inflace spojená s válečnými konflikty.

Podle údajů Kolouška vypadal dluh Rakouska-Uherska k roku 1847 následovně:

- a) starý dluh 177 mil zl
- b) nový dluh 878,764 mil. zl.konv. měny
- c) zbytky dluhů prémiových

Všechny dluhy vydané před rokem 1848 byly prohlášeny za dluhy v papírové měně.

Přestože v 50. letech 19. století bylo docházelo k hospodářskému růstu, státní pokladna zůstávala v napjatém stavu (ročně činil schodek 40-50 mil. zl. – *Pekař (1991)*). V březnu 1854 bylo nařízeno stáhnout z oběhu všechny státní papírové peníze vydané po roce 1848; státní papírové peníze a šajny se dostaly z oběhu v roce 1856. V lednu 1857 byla uzavřena měnová smlouva mezi Rakouskem, Lichtenštejnskem a německými státy o zavedení jednotné stříbrné měny (viz *Vencovský a kol., 1999*). V roce 1858 bylo sice umožněno přistoupit ke

⁴⁷ Během 7-leté války (1756-1763) se státní dluh zdvojnásobil (viz *Pekař 1991*).

⁴⁸ Privilegierte Österreichische National-Zettel-Bank

směnitelnosti bankovek za drahý kov (1/3 obíhajících bankovek byla kryta drahým kovem, zbytek krátkodobými a snadno zpeněžitelnými cennými papíry), ale tato směnitelnost trvala jen několik měsíců. Roku 1892 byla stříbrná měna nahrazena zlatou. Peněžní jednotkou se stala „koruna“. Struktura státního dluhu se stávala postupně složitější a k roku 1866 vypadal dluh rakousko-uherské monarchie následovně:

Tab. 6.1.: Dluh Rakouska-Uherska k roku 1866

v papírové měně					
<i>nevyověditelné, neurčitá doba splatnosti</i>					
rok vydání	kupon	nominál (zl mio)	emisní kurs		
1849	4,50%	71,2258	85%		
1851	5%	62,191462	95%		
1852	5%	77,923225	95%		
1851-2	2,50%	28,4391	48,75%		
1866	5%	84,3	58,805%		nezdanitelná
<i>Určitá doba splatnosti</i>					
1854	4%	50	90%		loterní
1860	5%	200	různé		loterní
1864	bezúročná	40	95,29%		loterní
1861	5%	30	88%		berní
1864	5%	25	87%		berní
ve stříbrné měně					
<i>neurčitá doba splatnosti</i>					
1849	5%	31,892439	asi 82%		
1851	5%	18,4	95%/70%		
1854	5%	Přes 611	75,50%		
1854	5%	35	71,75%		
<i>podmíněně splatné</i>					
1852	5%	35	90%		angl.
1859	5%	60	67,56%		angl.
1864	5%	62,5	77,10%		angl.
1865	5%	146,938	61,25%		Franc.
<i>splatné v 91 anuitách</i>					
1865	5,50%	60	68,90%		rak. úvěr. ústav
další staré dluhy					
starší dluh slosovatelny	5%	206			
Vyvazovací dluhy		69			
Zbytky železničních dluhů		2,5			
nesúročitelný dluh bance rakousko-uherské		80			
státní papírové peníze		412			
(neúročené dluhy)		500			

Zdroj: Koloušek (1909)

⁴⁹ Od roku 1819 se ustálily poměry tak, že 250 zl. šajnu (čili vídeňské měny) rovnalo se 100 zl. stříbra (konvenční měny). Tento poměr potrvál až do let padesátých. (Pekař 1991)

Pro názornost na počátku 20. století platily největší evropské mocnosti roční úroky v následující výši:

Tab. 6.2.: Úroková služba evropských mocností na poč. 20. století

	Roční úroky (mil)	Měna
Rakousko-Uhersko	600	korun
Francie	900	Franků
Velká Británie	18	liber šterlinků
Německo a německé státy	550	říšských marek
Itálie	400	frs.
Rusko	350	Rublů

Zdroj: Koloušek (1909)

Počátek 20. století se nese ve znamení přípravy na válku. Finance se měly získávat lombardem státních dluhopisů u cedulové banky. Pouhý lombard stávajících dluhopisů však nestačil, postupně se vydávaly nové směnky a dluhopisy a mimoto docházelo k „obyčejnému“ tisku peněz⁵⁰. Množství peněz v oběhu po skončení 1. světové války mnohonásobně převyšovalo stav před tímto válečným konfliktem. Veřejně vypisované válečné půjčky kryly mimořádné válečné výdaje Rakouska-Uherska z 80,4%. Ze zemí ve válečném konfliktu jich Rakousko-Uhersko vydalo nejvíce: 8 rakouských (v nominální hodnotě 35 mld. korun) a 13 uherských (19 mld. korun). Dále byly hrazeny mimořádné válečné výdaje ze 7% zahraničními půjčkami a zbytek zvýšenými daňovými příjmy (viz Vencovský a kol., 1999).

Objem veřejně upisovaných půjček byl tak velký a jejich frekvence tak vysoká, že byly vykládány k úpisu každého půl roku a veřejně upisovanými místy byly státní poklady, daňové úřady, pošty, filiálky a pobočky Rakousko-uherské banky, pojišťovací ústavy a rozsáhlá síť peněžních ústavů (včetně spořitelen). Při jejich upisování byly zdůrazňovány vlastenecké pohnutky⁵¹, ale rovněž byly poskytnuty pro upisovatele „výhodné“ podmínky – zejména vyšší úrok (5,5%) a daňové úlevy. Počet upisovatelů u první půjčky dosáhl 418 912. Celkem bylo vydáno osm půjček v objemu 35,1 mld. korun, přičemž 863 697 nejmenších upisovatelů se podílelo 0,2% a 28 879 subjektů s úpisy nad 100 000K investovalo přes 8 mld. K (téměř 23%).

Mimo státu existovala v rámci rakousko-uherské monarchie řada dalších emitentů z řad municipalit, finanční i podnikové sféry. Navíc bylo možné v 19. století vydávat dluhopisy fyzických osob (bohatších jednotlivců), a tak vznikly např. loterní půjčky Salmovy,

⁵⁰ typický příklad tzv. kažení měny a vzniku hyperinflace

⁵¹ „Na výzvu z Vídně český místopředseda zajišťoval úpisy též osobními dopisy asi 300 osobnostem české šlechty, velkostatku, průmyslu, obchodu a financí.“ (Vencovský a kol., 1999)

Keglevichovy, Waldsteinovy, Pálffyho a hraběte St. Genois. Postupně se od té praxe opustilo a v dnešní době je právo vydávat dluhopisy umožněno pouze právnickým osobám.

6.1.2. Municipality

Následující tabulka (tab. 6.3.) poskytuje přehled nejvýznamnějších emitentů z řad municipalit:

Tab. 6.3.: Municipální obligace na počátku 20. století

Municipální obligace (nej důležitější)	K roku 1908
Ústí nad Labem	6 mil K
Brno	2 mil K
Budějovice	2 mil K
Mariánské Lázně	3 mil K
Karlovy Vary	14 mil K
Plzeň	2 mil K
Praha	dílčí úpisy přes vysoké zadlužení Prahy neexistovaly, protože se financovala přes tzv. komunální obligace Zemské banky kr. Českého apod.
Vídeň	648,5 mil K (+800 mil K plánované) - více než Berlín

Zdroj: Koloušek (1909)

6.1.3. Podnikové dluhopisy

Mezi oblíbené a časté dluhopisy patřily dluhopisy drah (a to jak státní, tak nestátní část drah⁵²) – zejména prioritní obligace: *Prioritní obligace čelnějších a výnosnějších drah jsou zrovna tak hledaným papírem jako zástavní listy, neboť i ony jsou dobře zástavou a výtěžkem dráhy kryty a z té příčiny obecnostvo v nich rádo ukládá své úspory.* Koloušek (1909).

Následující tabulka (tab. 6.4.) podává pohled na to, jaké typy společností financovaly svou činnost prostřednictvím obligací na přelomu 19. a 20. století. Je smutnou hříčkou osudu, že pravděpodobně žádná z těchto společností (či její nástupce) by v dnešní době (tedy o sto let později) nebyla schopna se financovat prostřednictvím dluhopisů na veřejném trhu (vzhledem ke svému zániku nebo nízké perspektivě). A to ve většině případů dluhopisy znamenaly opravdu dlouhodobé financování (i několik desetiletí – viz Společnost jižní dráhy).

⁵² Státní byly méně výnosné části železnice. Soukromá část železnice byla kapitálově silnější (a vydávala více obligací).

Tab. 6.4.: Podnikové dluhopisy na počátku 20. století

společnost	Poznámka
železniční dráhy	
	16 různých emisí označených písmeny (A, C, O, K, H, J, D ad.) celkově v nominální hodnotě přes 2,44 mld. frs se splatností 1968 nebo 1954 (umožují se);
Společnost jižní dráhy	4338099 kusů 3% prioritní obligace po 500 frs. = 20 £ = 200 zl.
Společnost státní dráhy	např. 2x 3% obligace po 500frs
Společnost severní dráhy cis. Ferdinanda	různé půjčky prioritní, které vesměs převzal stát jako své vlastní dluhopisy
Společnost severozápadní dráhy a další dráhy	5% prioritní obligace – později konvertovány, +4% obligace
paroplavební společnosti	
paroplavební společnost Adria	3 mil.zl. 4,5% z r.1891 do r.1911
Dunajská paroplavební společnost	10 mil.m. r.1886
Lloyd	několik
hutnické společnosti	
Alpinská montanní společnost	4,5% 25 mil.frs
Trifailská dolovací společnost uhlí	
Česká montanní společnost	
Poldina huť	4% 3,5 mil. K
jiný průmysl	
Union železářská a na výrobu plechu	1mil. zl. po 6% a 5%
Pottendorfská přádelna	0,9 mil. zl.

Zdroj: Koloušek (1909)

6.1.4. Obecné pojednání

Roku 1897 vyšlo první vydání knihy Jana Kolouška: Cenné papíry, jich národohospodářský, veřejný a obchodní význam, jež sám autor označil ze první soustavnější práci o cenných papírech (a to nejen na území České republiky). Z této knihy pochází následující charakteristika dluhopisů:

Veliké podniky nebo veřejná hospodářství potřebují úvěrových kapitálů a zjednávají si je výpůjčkami. Výpůjčky takové bývají pravidelně tak obrovské, že by se těžko daly od několika málo jednotlivců sehnati. Z té příčiny rozdělí se celý dluh na samé menší části v zaokrouhlených obnosech (po 100, 1000, 5000, 10.000 K atd.), a na jednotlivé tyto částečné dluhy vydají se cenné papíry zvané částečnými dluhopisy (dílními úpisy, Theilschuldverschreibungen, partielle Obligationen, obligations partielles).

V dnešní finanční terminologii se už nepoužívá termín částečný dluhopis, ale jen dluhopis. Jinak však tato charakteristika platí i v dnešní době.

Dále se z uvedené knihy pochází následující rozdělení dluhopisů:

- i. podle dlužníka - státní zemské, obecní, veřejných fondů
- ii. podle zaručení - zástavní listy, hypotekární obligace
- iii. podle účelu - základní, meliorační, komunální a železniční
- iv. jiné – např. prioritní.

6.1.5. Vybrané charakteristiky dluhopisů

a) splátky

Již v 19. století známe dluhopisy splatitelné v pravidelných splátkách, tzv. annuity, diskontované cenné papíry, dluhopisy s pravidelnými platbami kuponů a ve srovnání s dnešním stavem byly oblíbené perpetuity (věčně trvající dluhopisy).

b) promlčitelnost

Počátkem 20. století byla lhůta na promlčení jistiny 30 let, kuponů 3-6 let. Blíže určeno v emisních podmínkách.

c) daně

Státní dluhopisy nepodléhaly žádné daňové povinnosti (*dle nového berního zákona vůbec vši daně prosty... Koloušek (1909)*). Příjem z ostatních dluhopisů (resp. jejich kuponů) podléhal dani z příjmu ve výši 2% nebo 0,5% (tedy výrazně méně než v dnešní době – viz závěrečná část této kapitoly 6.4.4.). Nižší sazba se týkala ze zástavních listů zemských bank a dalších podobných dluhopisů těchto bank. Výjimkou byla navíc Rakousko-uherská banka, jejíž zástavní listy byly zcela osvobozeny od daně. Avšak tento výjimečný přístup k uvedené bance byl kritizován.

Z výnosů cenných papírů se rovněž platila tzv. daň bursovní.

d) typy obchodů

Již počátkem 20. století probíhaly na území dnešní ČR nejen promptní (spotové) obchody, ale rovněž termínované (dříve nazývané lhůtní). Banky podrobené veřejnému účtování, zejména banky pod státním dozorem, měly zakázány spekulativní termínované obchody.

Mezi standardní obchody patřil rovněž diskont směnek a lombardování cenných papírů apod.

Lombard cenných papírů byl charakterizován následovně:

Na cenné papíry nepůjčuje se nikdy jich plná kursovní cena, nýbrž jen od 50-90% kursovní hodnoty podle spolehlivosti cenných papírů. Jednotlivé banky smějí půjčovati jen na zvláště spolehlivé papíry, např. na papíry poskytující sirotčí jistotu..... Pouze na papíry sirotčí jistoty

smějí půjčovati spořitelny a banky veřejné vůbec...Na lombardované cenné papíry může dostati dlužník listinu, v níž uvedeny zastavené papíry a podmínky půjčky; listina ta je zároveň legitimací pro vyzvednutí cenných papírů, když byl dluh splacen; bývá vydaná na jméno nebo na majitele, a bezelstný její držitel se považuje za vlastníka papírů zastavených; kdyby se zmařila nutno ji amortizovati zrovna jako každý jiný cenný papír na majitele. Koloušek (1909)

6.1.6. Banky jako účastníci na trhu dluhopisů

Mezi hlavní účastníky trhu patřily od počátku banky – působily stejně jako v dnešní době ve funkci emitenta dluhopisů, prostředníka (manažera) emise jak státních, tak nestátních, dluhopisů, a investora. Jejich spolehlivost a bezúhonnost měla být zajištěna veřejnou kontrolou, což měla zabezpečit akciová forma společnosti případně veřejné (státní, zemské, obecní atd.) vlastnictví. Dluhopisy mohly být vydávány pouze bankami s koncesí udělovanou státním orgánem⁵³.

Emisí dluhopisů se rozumělo vydávání resp. tisknutí (částečných) dluhopisů a jejich prodej na burze i mimo ni, inkasování splátek včetně kuponů. Za tyto služby si banka inkasovala přírážku (marži) k úroku obvykle rozdělenou na několik prvních let půjčky (např. Česká zemská hypoteční banka 0,25% v prvních osmi letech, ale rakousko-uherská banka – 0,75% i při 50-letých půjčkách⁵⁴).

Emise státních a dalších veřejných dluhopisů prováděly banky buď formou vlastní půjčky (přes vlastní účet banky) a následný prodej na burze nebo v jiných peněžních ústavech (tvorba syndikátu), nebo veřejnou subskripcí (úpisem – forma aukce). V obou případech si banka organizující vydání dluhopisů účtovala za svou činnost provizi. V případě velmi dobrého úpisu bylo možné, že se banka podělila o svůj zisk z dlužníkem.

Půjčku (jak podnikovou, bankovní nebo veřejnou) bylo obvykle možné splácet rychleji než bylo stanoveno umořovacím plánem, rovněž bylo možné (a ne neobvyklé) půjčku konvertovat (tj. stáhnout a opět vydat s nižším úrokem) – tj. dnešní obdoba možnosti přivolání (call opce). Konverze probíhala tak, že se majitelé dluhopisů vyzvali, aby v určité lhůtě sami zvolili, zda chtějí vyplatit dlužnou částku nebo vyměnit dluhopis za nový, níže úročený.

⁵³ Na počátku 20. století patří mezi banky s koncesí: Rakouskouherská banka, Rakouský úvěrní ústav pozemkový = Oest. Bodencreditanstalt; Central-Boden_Creditbank; haličská akciová hypoteční banka, různé zemské hypoteční banky, železniční banka akciová ve Vídni s právem emise dluhopisů železničních ap.)

⁵⁴ Rakousko-uherská banka měla na provizích z hypoték měla ročně asi 2,5 mil. K.

Emise mohla probíhat i v tranších, a to obvykle u menších objemů standardních státních půjček („známého a obvyklého typu“ Koloušek (1909)). Ministerstvo financí vybralo banku (komisionáře), která pak prodala dluhopisy na burze při denním kursu.⁵⁵

Dluhopisy (resp. částečné dluhopisy včetně loterijních⁵⁶) se staly podle Kolouška nejoblíbenějšími cennými papíry. V čele byly státní dluhopisy, ale některé jiné formy dluhopisů dosahovaly až výše objemu státních dluhopisů. *Akcie neposkytují dohromady ani z daleka tak velikých důchodů jako částečné dluhopisy.* Koloušek (1909)

Pro dokreslení – výnosy bonitních dluhopisů se na počátku 20. století pohybovaly kolem 4%. Například k 5.12.1908 se obchodovaly následující dluhopisy s uvedenými výnosy:

Tab. 6.5.: Výnosy vybraných dluhopisů – prosinec 1908

Dluhopis	Výnos	Poznámka
zást. Listy České hyp. banky	4,158%	
zást. Listy Mor. hyp. banky	4,184%	
komunální úpisy České zemské banky	4,228%	
komunální úpisy Moravské zeměd. Banky	4,269%	
bankovní úpisy České průmyslové banky	4,511%	bez sirot. jistiny
bankovní úpisy Živnostenské banky	4,511%	bez sirot. jistiny

Zdroj: Koloušek (1909)

Přestože jsou mají tyto dluhopisy podobné charakteristiky, je výnos mírně odlišný. Rozdíl ve výnose bylo možné vysledovat i u jiných podobných dluhopisů a tento rozdíl byl v čase proměnlivý (k podobným anomáliím však dochází i v dnešní době).

6.1.7. Pražská burza

100 let po vzniku veřejné burzy ve Vídni následovalo zřízení Pražské burzy pro zboží a cenné papíry - dne 23.3.1871 (na základě povolení ministra financí a obchodu). Význam této burzy byl velmi nízký a spočíval v umístění emisí státních dluhopisů. *Závislost Pražské burzy na burze ve Vídni vyplývala i z burzovní doby: burzovní shromáždění se konala v Praze od 16 do*

⁵⁵ Tak to probíhalo např. při vydávání tzv. umořovací renty (Tilgungsrente) splácení dluhu ve slosovateľných obligacích. Počátkem 20. století umořovací rentu přejala státní poštovní spořitelna.

⁵⁶ Loterijní dluhopisy byly upraveny zákonem z roku 1889. Od tohoto roku nevydal stát žádnou loterijní půjčku. I po tomto roce však loterijní půjčky existovaly jako městské nebo úvěrových ústavů.

17 hodin, takže vývoj kursů se uskutečňoval pod vlivem uzavíracích kursů ve Vídni (11:30-13 hodin). Beneš, Musilek (1992)... Vídeňský krach v roce 1873 poznamenal i burzu v Praze, která pak po dlouhou dobu stagnovala. Navíc ihned od vypovězení 1. světové války byly všechny burzy uzavřeny a oficiální obchod byl zakázán.

6.2. 1. republika

6.2.1. Státní finance

Nově vzniklá republika se dostala hned od počátku svého vzniku do značných finančních problémů – stát nedisponoval příjmy (tj. neexistovaly daně, dávky, cla ani poplatky ze státních monopolů), ale vysokými závazky.

Československo na sebe přijalo povinnou kvótu předválečných dluhů rakouských a uherských (mimo válečných dluhů) a rovněž se zavázalo platit náhradu za osvobození (750 mil. franků ve zlatě⁵⁷). Zadlužení navíc rostlo deficitními rozpočty v prvních letech republiky (např. opravený rozpočet na rok 1919 počítal s příjmy 3,7 mil. korun oproti výdajům ve výši 8,6 miliard korun). Podle Pekaře (1991, přičemž první vydání je z roku 1921) byla první republika na počátku 20. let spojena se značným dluhem. „Počítá se přibližně, že dluhy zahraniční z let 1917-20, zejména na potřeby českého vojska, činí asi 10 miliard korun; mírovou smlouvou jsme povinni zaplatit $\frac{3}{4}$ miliardy franků ve zlatě (náhradou za osvobození) a vzít na sebe asi $\frac{1}{3}$ předválečného dluhu rakouského a uherského (ten činil v červnu 1920 19,3 miliardy K), přičemž záleží na tom, jak vysoko bude hodnocena koruny předválečná; dluh vzniklý úpravou měny roku 1919 činí 8,5 miliardy, uznané válečné půjčky 4,5 miliardy; k tomu přistupují vnitřní státní půjčky roku 1918 počínaje, jejichž počet a rozsah vzrůstá každým rokem. Oproti tomu máme nárok na jistý podíl z náhrad, jimiž povinny jsou poražené mocnosti.“

„První pomoc“ přišla od 4% Půjčky Národní Svobody vypsáné ve výši 1 miliardy korun⁵⁸. Tato půjčka byla prvním československým zahraničním papírem obchodovaným na Pražské burze. Zároveň s vypsáním půjčky zrušil Národní výbor 2.11.1918 povolení platit daně dluhopisy válečných půjček a v lednu 1919 byl vyhlášen zákaz lombardovat válečné dluhopisy. Do reformy rozpočtové a daňové soustavy (1927) byly dluhy financovány především domácími půjčkami (včetně povinné nabídky valut a deviz státu) a zvyšováním daní (např. dávka

⁵⁷ Tato částka odpovídá sumě, kterou platili Poláci, Rumuni a Jihoslované dohromady.

⁵⁸ Upsaly ji české peněžní ústavy (v čele s Živnobankou s 330 miliony korun) s okamžitou zálohou ve výši 100 milionů korun.

z majetku). Vnější půjčky měly charakter jednoúčelové pomoci (např. americký úvěr na nákup mouky - 1920) viz *Půlpán (1990)*.

Přechod na samostatnou republiku byl spojen s měnovou odlukou (uskutečněnou v roce 1919), přičemž emisi náhradních platidel zajišťovala Zemská banka království Českého. Nedošlo však pouze k okolkování platidel, ale rovněž ke značnému stažení peněz z oběhu (tyto peníze byly prohlášeny za státní záručitelnou půjčku, nevypověditelnou ze strany věřitele) z důvodu stabilizace finančních poměrů v zemi.⁵⁹ viz *Půlpán (1990)* Bankovky, které zůstaly na území České republiky, byly okolkovány kolkem v hodnotě 1% nominální hodnoty. Od května 1919 do vzniku cedulové banky reguloval oběh bankovek Bankovní úřad ministerstva financí. Národní banka československá, která převzala roli cedulové banky, vznikla až roku 1926. Oprávnění Bankovního úřadu MF byla rozsáhlá a plnila prakticky všechny potřebné úkony cedulové banky.

Počátek 20. let je spojen rovněž s problémy v bankovní sféře, protože byly částečně způsobené státní finanční politikou, přistoupil stát k sanaci některých bank z veřejných prostředků. Byla přijata řada zákonů na překonání bankovní krize, mezi nimiž byl i zákon o zřízení Zvláštního fondu pro zmírnění ztrát z poválečných poměrů. Finance do tohoto fondu pocházely z emise 1,64 miliardy 4% dluhopisů umořitelné ve 40 letech (ty pak byly rozdělovány speciální komisí).

V roce 1928 činil národní důchod přibližně 67 miliard korun. Státní dluh tvořil tedy zhruba 42% národního důchodu. Hospodářská krize spojená s růstem zadlužení a poklesem národního důchodu vedla k výraznému růstu tohoto poměru.

⁵⁹ V porovnání s ostatními zeměmi bývalé monarchie se skutečně podařilo v Československu udržet inflaci na nízké úrovni.

Tab. 6.6.: Hospodaření státu

mil Kč	Plánovaný rozpočet			Závěrka			státní dluh
	výdaje	příjmy	bilance	výdaje*	příjmy**	bilance	
1919	8615	3710	-4905	7195	4376	-2819	
1920	11604	7804	-3800	13538	12736	-802	
1921	18026	17299	-727	18157	20258	2101	
1922	19813	18884	-929	20641	19082	-1559	19050
1923	19371	18812	-559	18222	16417	-1805	
1924	16994	16391	-603	18220	17514	-706	28962
1925	9573	9301	-272	11409	10838	-571	
1926	9710	10086	376	11729	11468	-261	27784
1927	9704	9724	20	10583	10987	404	27776
1928	9536	9562	26	11019	10907	-112	28327
1929	9534	9570	36	10275	10540	265	32670
1930	9367	9420	53	9928	9647	-281	33354
1931	9839	9844	5	12260	9133	-3127	34654
1932	9319	9323	4	10258	8367	-1891	35437
1933	8633	8634	1	9588	7575	-2013	37325
1934	7631	7632	1	8880	7492	-1388	38151
1935	7983	7985	2	10098	7054	-3044	39924
1936	8032	8033	1	12433	7554	-4879	45527
1937	8454	8456	2	13919	8970	-4949	46005

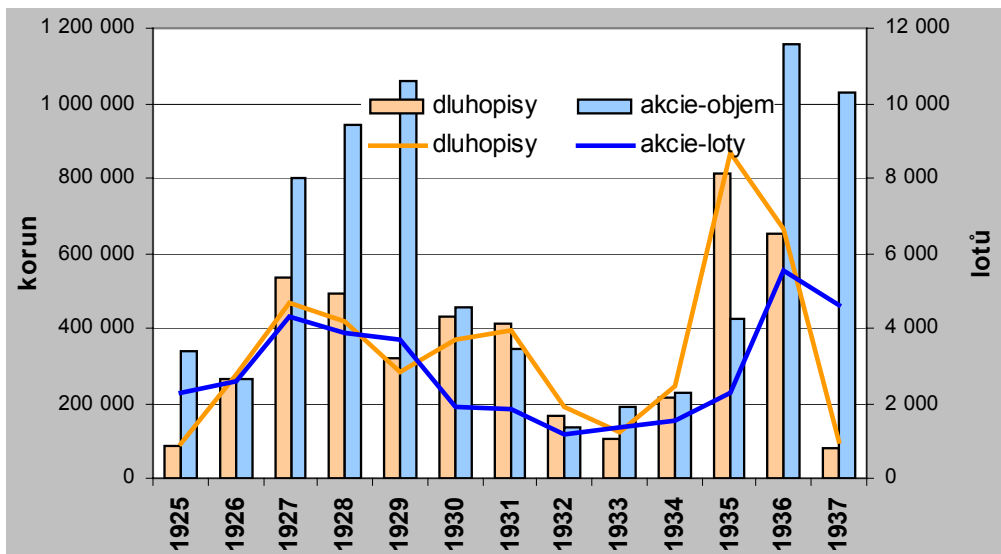
pozn. včetně Podkarpatské Rusi; * včetně operací mimo rozpočet, ** bez úvěrových operací
zdroj: Půlpán (1990)

6.2.2. Burza

Činnost Pražské burzy byla po 1. světové válce oficiálně zahájena 3. února 1919. Vlivem měnové odluky byla brzy poté na několik měsíců uzavřena. Navzdory nepříznivé poválečné situaci začaly obchody na Pražské burze (vlivem osamostatnění ČR) nabývat mnohem větších rozměrů než před válkou, přičemž aktivněji se zpočátku obchodovalo s akciemi. Obchodování s dluhopisy oživilo založení Českého reeskontního a lombardního ústavu. Zavedení lombardu státních obligací přispělo k obnovení jejich likvidy a zároveň i oblíbenosti u investorů. Konjunkturu zažila burza v druhé polovině 30. let, kdy se objemem uskutečněných obchodů zařadila na 7. místo v Evropě.

Dne 21.9.1938 byl obchod na Pražské burze oficiálně zastaven. Po skončení druhé světové války v roce 1945 nebyla činnost Pražské burzy obnovena, avšak formálně zrušena nebyla.

Obr. 6.1.: Vývoj počtu a objemu akcií a dluhopisů na Pražské burze (1925-1937)



Zdroj: Beneš, Musílek (1992)

O přípuštění na Pražskou burzu rozhodoval ministr financí na návrh burzovní komory.

Předpoklad vstupu: 4 roky existence, nejméně třikrát za sebou výplata dividendy, akciový kapitál 2 mio Kč (banky 10 mio a dvakrát za sebou platba dividendy)

Podobné podmínky k přijetí na pražskou burzu se kladly pro cizozemské ukládací papíry:

„Zdejší ukládací papíry připouští na pražskou burzu ministr financí, aniž by bylo potřeba dobrého zdání komory bursovní. Ceny, jež byly docíleny, nebo se nabízejí nebo chtějí, znamenají se za jednotlivý kus. Pravidlem však obchodují se tak zvané uzávěrky, pravidelně po 25 kusech, výjimečně po 10 kusech.....Ukládací papíry, tj. státní půjčky, zemské půjčky, dluhopisy Zemské banky, Hypoteční banky apod. obchodují se v uzávěrkách po 10000Kč nominále.“ Fousek (1922)

6.2.3. Typy dluhopisů

Pro období první republiky můžeme použít následující rozdělení dluhopisů (viz Fousek 1922):

- a) státní
- b) zemské
- c) obecní (městské)
- d) zemských ústavů
- e) bankovní
- f) dopravní (priority drah)
- g) průmyslové atd.

Toto rozdělení pochází již z období monarchie, ani tak zásadní změna jako nastolení republiky významněji nezměnilo způsob financování domácích subjektů (tj. nezměnily se typy dluhových instrumentů). Avšak zdroje financování začaly pocházet od místních subjektů (efektivněji začala působit rovněž burza – viz výše).

Ad a) Státní dluhopisy lze dále rozdělit na:

- i. poukázky
- ii. krátkodobé, neslosovatelné půjčky (v dnešní terminologii bychom je charakterizovali spíše jako střednědobé – pozn. autorky)
např. 4% půjčka Národní svobody (splatná 1922), 4% SPP (splatné 1923, 1924), 6% SPP (splatné 1924)
- iii. dlouhodobé, slosovatelné
např. 4,5% státní premiová půjčka (25% premie), 6% investiční půjčka, 6% půjčka moučná a další
- iv. věčné renty, neuměřují se – typ perpetuita

Mezi důležitou vlastnost státních cenných papírů patřilo, že bylo možné je použít jako kauci ke každému státnímu jednání a byly přijímány k placení různých daní a dávek.⁶⁰

Ad b) Zemské půjčky – jednotlivé země (v rámci republiky) mohly vydávat dluhopisy na úhradu svých nákladů (stavby budov, úpravy řek, elektrizaci atd.). Jednalo se především o formu vlastních dlužních slosovatelných úpisů jako např. 5% a 4,5% moravské zemská půjčka.

Ad c) Podobný původ a charakteristiky měly i půjčky obcí (měst) jako např. 4% a 5% půjčka města Prahy, 4% půjčka města Plzně, Smíchova atd.

Ad d) Zemské peněžní ústavy poskytovaly půjčky a prováděly prodej dlužních úpisů v následujících podobách

- i. hypoteční zástavní listy - vydávané hypotečními bankami. Podkladem zástavních listů jsou nemovité zástavy – hypotéky.⁶¹
- ii. základní, komunální, meliorační a železniční úpisy - vydávané zemskými bankami. Zemské banky získávaly těmito úpisy základní provozní kapitál pro poskytování úvěru

⁶⁰ Státní dluhopisy obsahovaly často tzv. sirotčí jistotu.

⁶¹ Hypoteční banky (s licenci) mohly půjčovat na nemovitou zástavu a rolnické pozemky – nejvýše do poloviny odhadní ceny.

státu, zemi, obcím a jiným veřejným korporacím (komunální úpisy), na meliorace pozemků (meliorační úpisy), na stavbu místních drah (železniční úpisy).

Tyto úpisy vydané hypotečními a zemskými bankami byly zaručeny (kromě příslušných zástav) zemí, ve které působily a případně i státem.

Hlavní hypoteční úpisy (viz Fousek (1922)):

4% zástavní list České hypoteční banky

4% zástavní list Mor. hypoteční banky

4% české komunální dlužní úpisy

4% moravské komunální dlužní úpisy

4% slezské komunální dlužní úpisy

Výnosy těchto dluhopisů se v době přípravy Fouskovy publikace pohybovaly převážně s výnosem 5-6% v závislosti na předpokládané bonitě daných subjektů (nejnižší výnos poskytoval zástavní list České hypoteční banky). Výnosy byly tedy mírně vyšší než v období roku 1909 – viz výše).

Ad e) Bankovní dlužní úpisy vznikly na základě hypotečních půjček poskytnutých obchodními bankami (schválených a dozorovaných vládou) průmyslovým podnikům, kterým nemohly poskytovat úvěry hypoteční banky (na základě svých stanov)

Ad f) Prioritní obligace drah (resp. dopravní dluhopisy) byly vydávány na základě úvěrů poskytnutých dopravním společnostem k výstavbě a udržování drah apod.

6.3. Přechodná období

6.3.1. Veřejné finance

Období po druhé světové válce je poznamenáno nejen snahou o obnovu ekonomiky, ale především o zavedení plánovaného hospodářství a přechod od kapitalistické soustavy k socialistické. Nová republika se rozhodla eliminovat státní dluh podobným způsobem jako řada předchozích vlád – státním bankrotem. Došlo k němu v červnu 1953. Na počátku roku 1949 činil státní dluh 124 miliard korun, přičemž 3,9 miliard korun připadlo ročně na úroky, úmor a správu dluhu. Po provedení státního bankrotu přestal státní dluh jak vnitřní, tak vnější (formálně) existovat. Státní rozpočty se vykazovaly jako přebytkové, aby to vytvářelo zdání řádného státního hospodaření. Úvěry v rámci centrálně plánované ekonomiky se udílely na

základě úvěrového plánu (resp. od roku 1969 komplexního měnového plánu). Viz *Půlpán (1993)*

Finanční sféra byla řízena prostřednictvím „monobanky“ – Státní banka československá (SBČS).

„...Se SBČS je spojen i pokus o obnovení emise bankovních obligací v reformě 60. let. V roce 1967 měly dát podnikům možnost výhodně uložit volné prostředky, jež by naopak bance sloužily jako zdroj dlouhodobých prostředků. Skutečně SBČS vydala zkušební emisi 3letých obligací v úhrnné hodnotě 300 mil. Kčs úročených 3,5% per annum. Pozastavením reformy bylo v roce 1970 rozhodnuto neprovádět další emise a první emisi nechat doběhnout za dosavadních podmínek.“ (Půlpán 1993 str. 373)

6.4. Novodobá historie

6.4.1. Transformační změny

Novodobá historie trhu dluhopisů na území České republiky začíná se změnou politického systému na přelomu 80. a 90. let minulého století. Tato změna umožnila přechod z centrálně plánované na tržní ekonomiku a vznik tržních institucí a instrumentů. Politický vývoj hrál zejména na počátku ekonomické transformace velmi významnou roli. Nastavil směr ekonomické transformace a přinesl rozdělení bývalého Československa na Českou a Slovenskou republiku (v roce 1993). Rok 1993 je tedy dále považován jako mezník, od kterého je sledován novodobý vývoj domácího trhu dluhopisů. V tomto roce byly vydány první domácí dluhopisy a začala plně fungovat Burza cenných papírů Praha. Mimo burzy začala na počátku 90. let fungovat rovněž konkurenční platforma pro obchodování cenných papírů – RM-S. Základní zákonné normy vztahující se k trhu dluhopisů byly vytvořeny již do roku 1993 (viz rámeček), ale postupně proběhla a stále probíhá řada novelizací (největšího počtu novelizací se dočkal obchodní zákoník).

Přehled obecně závazných právních předpisů upravující oblast kapitálového trhu
(včetně dluhopisů)

Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech – Změny: 89/1993 Sb., 331/1993 Sb., 259/1994 Sb., 61/1996 Sb., 152/1996 Sb., 15/1998 Sb., 70/2000 Sb., 307/2000 Sb., 362/2000 Sb., 259/2001 Sb., 239/2001 Sb., 501/2001 Sb., 362/2000 Sb. (část), 308/2002 Sb., 476/2002 Sb., 239/2001 Sb. (část), 362/2000 Sb. (část), 308/2002 Sb. (část)

Zákon č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry – Změny: 30/2000 Sb., 362/2000 Sb., 370/2000 Sb., 308/2002 Sb., 308/2002 Sb. (část)

Zákon č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů – Změny: 216/1994 Sb., 61/1996 Sb., 152/1996 Sb., 15/1998 Sb., 70/2000 Sb., 251/2000 Sb., 211/2002 Sb., 308/2002 Sb.

Zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech – Změny: 600/1992 Sb., 84/1995 Sb., 15/1998 Sb., 165/1999 Sb., 362/1999 Sb., 368/2000 Sb., 211/2002 Sb., 308/2002 Sb.

Zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech – Změny: 600/1992 Sb., 61/1996 Sb., 151/1996 Sb., 15/1998 Sb., 124/1998 Sb., 362/2000 Sb., 308/2002 Sb., 362/2000 Sb. (část)

Zákon č. 191/1950 Sb., směnečný a šekový - Změny: 29/2000 Sb.

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník – Změny: 600/1992 Sb., 264/1992 Sb., 591/1992 Sb. (s přihlédnutím k 4/1993 Sb.), 286/1993 Sb., 156/1994 Sb., 84/1995 Sb., 142/1996 Sb. (část), 94/1996 Sb., 142/1996 Sb., 77/1997 Sb., 15/1998 Sb., 165/1998 Sb., 356/1999 Sb., 27/2000 Sb., 105/2000 Sb., 29/2000 Sb., 370/2000 Sb. (část), 30/2000 Sb., 367/2000 Sb., 370/2000 Sb., 370/2000 Sb. (část), 120/2001 Sb., 239/2001 Sb., 501/2001 Sb., 353/2001 Sb., 15/2002 Sb., 126/2002 Sb., 308/2002 Sb., 125/2002 Sb., 151/2002 Sb., 312/2002 Sb., 476/2002 Sb., 309/2002 Sb., 239/2001 Sb. (část), 370/2000 Sb. (část), 308/2002 Sb. (část)

Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách - Změny: 264/1992 Sb., 292/1993 Sb., 156/1994 Sb., 83/1995 Sb., 84/1995 Sb., 61/1996 Sb., 306/1997 Sb., 16/1998 Sb., 127/1998 Sb., 165/1998 Sb., 120/2001 Sb., 239/2001 Sb., 319/2001 Sb., 126/2002 Sb., 239/2001 Sb. (část), 126/2002 Sb. (část)

Zákon č. 42/1994b Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem - Změny: 61/1996 Sb., 15/1998 Sb., 170/1999 Sb., 170/1999 Sb. (část), 353/2001 Sb., 309/2002 Sb.

Zákon č. 6/1993 Sb. o České národní bance; Změny: 60/1993 Sb., 15/1998 Sb., 442/2000 Sb., 278/2001 Sb., 482/2001 Sb., 127/2002 Sb., 442/2000 Sb. (část), 127/2002 Sb. (část)

Zdroj: ASPI, 3.1.2003

6.4.2. Burza

Počáteční vývoj kapitálového trhu byl výrazně ovlivněn šíří a způsobem privatizace státem vlastněných podniků i nevýrobních jednotek. Typickým prvkem tzv. české cesty odstátnění byla kuponová privatizace⁶², která přivedla na trh přibližně 2000 obchodovatelných akciových titulů (značně nehomogenních co do velikosti, ziskovosti či typu podnikání). Tímto krokem byl postaven trh dluhopisů do stínu akciového trhu v prvních letech transformace. Následující přehled nejvýznamnějších událostí BCPP ukazuje, že základní kroky burzy i v následujících letech souvisely spíše s akciemi.

Přehled nejvýznamnějších událostí ve vývoji Burzy cenných papírů Praha:

24. 11. 1992	Vznik Burzy cenných papírů Praha, a.s.
6. 4. 1993	Zahájení obchodování se 7 emisemi cenných papírů
22. 6. 1993	Uvedení 622 emisí akcií z 1. vlny kuponové privatizace na burzovní trh
13. 7. 1993	Uvedení 333 emisí akcií z 1. vlny kuponové privatizace na burzovní trh
5. 4. 1994	Zahájení výpočtu oficiálního burzovního indexu PX 50
1. 3. 1995	Uvedení 674 emisí akcií z 2. vlny kuponové privatizace na burzovní trhy
6. 4. 1995	Zavedení 2 souhrnných indexů PX-GLOB a PXL a 19 oborových indexů
1. 9. 1995	Zavedení nového členění burzovních trhů na hlavní a vedlejší (původně kotovaný trh) a volný trh (původně nekotovaný trh)
15. 3. 1996	Zahájení obchodování v systému KOBOS (průběžné obchodování při proměnlivé ceně) s 5 emisemi akcií a 2 emisemi obligací
1997	Vyřazení 1301 nelikvidní emise akcií z volného trhu burzy
5. 1. 1998	Převedení 35 společností z hlavního trhu na vedlejší trh z důvodu nesplnění stanovené výše likvidity na centrálním trhu
25. 5. 1998	Zahájení obchodování v systému SPAD (Systém pro podporu trhu akcií a dluhopisů)
4. 1. 1999	Zavedení nového, kontinuálně propočítávaného, indexu PX-D

Zdroj: www.pse.cz, září 2002

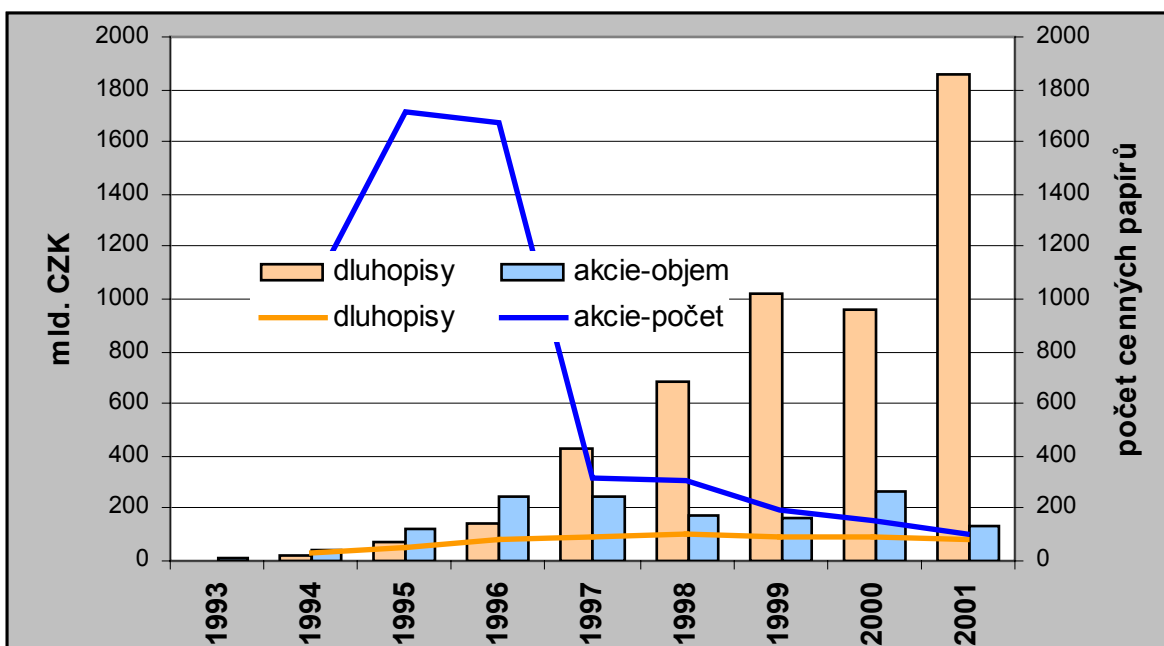
První emise podnikových dluhopisů na BCPP zahájil ČEZ (ČEZ I 16,5%/98 a ČEZ II 14,375%/01). Mezi první banky, které vydaly své dluhopisy patří Komerční banka (KB I

⁶² Dopady a vlivy kuponové privatizace na rozvoj kapitálového trhu a ekonomiku vůbec rozebírá řada studií, mezi jinými např. Mejstřík (1997).

23%/95) a Živnostenská banka (11,5%/97). I z kuponových sazeb je zřejmé, že výnosová křivka byla v té době klesající – tj. dluhopisy s kratší dobou do splatnosti měly vyšší kupon a výnos než dluhopisy s delší dobou do splatnosti.

Postupné vyřazování nelikvidních akcií z burzy (tzv. delisting) postupně upravilo počáteční nerovnovážné postavení akcií a dluhopisů. Navíc postupně klesal zájem o obchodování s akciemi a rostl o dluhopisy (viz obr. 6.2.).

Obr. 6.2.: Objem a počet akcií a dluhopisů na BCPP (1993-2001)



Zdroj: BCPP, 2002

V roce 2001 byl dokonce zaregistrován větší počet nových dluhopisů než akcií (viz tabulka) – takže již nejen objem obchodů, ale i počet nových emisí je v současné době ve prospěch dluhopisů (zahrneme-li ovšem státní dluhopisy).

Tab. 6.7.: Počet nových emisí, příp. nových tranší registrovaných (dříve veřejně obchodovatelných) cenných papírů v letech 1994-2001

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
CELKEM	983	420	409	176	113	90	71	35
Státní a ostatní dluhopisy	32	34	39	29	18	23	29	22
státní dluhopisy	3	4	4	7	4	4	11	15
dluhopisy bankovní	12	11	6	5	3	6	6	0
dluhopisy průmyslové	12	15	23	14	7	8	9	6
dluhopisy komunální	5	4	4	1	0	0	1	0
hypoteční zástavní listy	0	0	2	2	4	5	2	1
Akcie	940	305	358	133	94	66	40	13
bankovní	12	89	41	19	8	4	4	0
průmyslové	335	90	95	45	33	30	8	4
ostatní	593	128	222	69	53	32	28	9

Zdroj: KCP – výroční zpráva 2001

6.4.3. Veřejné finance

Česká republika vstupovala do transformačního období nízkce zadlužená. Přestože navíc probíhala masová privatizace, státní dluh díky transformačním změnám a poměrně nákladnému sociálnímu zabezpečení rychle narůstal. Postupně také narůstalo jeho financování prostřednictvím státních dluhopisů (viz tab. 6.8.).

Tab. 6.8.: Vývoj a financování státního dluhu v ČR (1993-2002)

Mld. Kč/ ke konci období	Dluh	Cenné papíry –celkem	Státní pokladniční poukázky	Státní dluhopisy	% dluhu	jiné	Přímé úvěry
1993 (leden)	172,12	25,30	15,50	9,80	5,7%		146,82
1993 (prosinec)	158,85	37,22	17,00	19,50	12,3%	0,72	121,62
1994	157,25	52,77	23,77	28,27	18,0%	0,72	104,48
1995	154,39	84,38	41,98	41,67	27,0%	0,72	70,01
1996	155,16	107,26	62,60	43,94	28,3%	0,72	47,90
1997	173,14	135,60	76,88	57,93	33,5%	0,79	37,54
1998	194,68	170,78	99,78	70,00	36,0%	1,00	23,90
1999	228,36	208,19	130,14	77,00	33,7%	1,05	20,16
2000	289,32	270,83	165,28	104,32	36,1%	1,23	18,50
2001	345,04	337,73	186,64	149,60	43,4%	1,49	7,31
2002 (červen)	390,79	385,19	195,97	187,60	48,0%	1,61	5,60

Zdroj: MFČR, září 2002

Počet aukcí a emisní objem dluhopisů rostl v závislosti na růstu státního dluhu. Postupně rovněž docházelo k prodlužování doby do splatnosti, jak dokládá další tabulka (tab. 6.9.).

Tab. 6.9.: Aukce státních dluhopisů

Období	Frekvence	Doba do splatnosti nových emisí	Poznámka
1993		2- a 4- leté	jedna tranše
1994-1996	4x ročně	2- a 5- leté	jedna tranše po 5 mld. Kč
1997	4x ročně + 3 tranše povodňových dluhopisů	2- a 5- leté	jedna tranše po 5 mld. Kč (mimo povod. dluhopisů)
1998-1999	4x ročně	2- a 5- leté	jedna tranše po 5 mld. Kč
2000	4x ročně nové emise + 8 dalších tranší	3-, 5-, 7-, 10- leté	více tranší
2001	4x ročně nové emise + 12 dalších tranší	3-, 5-, 10-, 15- leté	více tranší

Zdroj: ČNB, zprávy - Bloomberg

6.4.4. Daňový režim dluhopisů

Tab. 6.10.: Přehled zdanění úrokového výnosu a jeho změn od roku 1993

	Úrokový výnos
Státní dluhopisy emitované v roce 1993	srážková daň – konečná
Státní dluhopisy emitované do 31.12.1996	0%
Státní dluhopisy od 1.1.1997 do 31.12.1997 + nestátní dluhopisy do 31.12.1997	25% srážková daň - konečná
Státní + nestátní dluhopisy (mimo HZL) od 1.1.1998 do 1.1.1999	25% u zdroje – roční dodanění na 35%
Státní + nestátní dluhopisy (mimo HZL) od 1.1.1999	15% u zdroje – roční dodanění na 31%
Hypoteční zástavní listy (HZL)	0%

Sazba daně z příjmů cenných papírů se liší rovněž podle typu investora – pro fyzické osoby existuje tzv. 6-měsíční časový test, po jehož uplynutí zisk z prodeje cenných papírů není zdaněn.

Pro právnické osoby podle posledních novelizací zákona o dani z příjmu č. 586/1992 Sb. platných v roce 2002 je základní sazba 31% pro investiční, penzijní a podílové fondy je tato sazba 25%.

6.4.5. Další významné momenty

V roce 1994 byla uvedena na zahraniční trh emise dluhopisů hlavního města Prahy v objemu 250 mil. USD a energetické společnosti ČEZ v objemu 150 mil. USD. Dluhopisy ČEZ, které se staly první středoevropskou emisí průmyslových dluhopisů vydaných v zahraničí, byly prodávány s výnosem 1,1 procentního bodu nad výnosem 5leté amerického dluhopisu (US Treasury Note). Investoři pocházeli nejen z Evropy (40%), ale rovněž Asie (35%), Ameriky (15%) a Blízkého Východu (10%). (z výroční zprávy ČNB za rok 1994)

6.5. Závěry

Základní typy dluhopisů a instituce působící na dluhopisovém trhu (včetně burzy) existovaly již v 18. a 19. století. Zkušenosti a infrastruktura trhu za první republiky usnadnily tvorbu současných zákonných opatření. Nicméně těchto zkušeností a znalostí nebylo plně využito - pravděpodobně díky velkému časovému odstupu - o čemž svědčí i „znovuobjevování“ finanční terminologie (např. dřívější pojem lhůtní obchody odpovídá dnešnímu termínované obchody, možnost konverse – možnost přivolání/ call opce apod.) a dlouhodobé zavádění dříve běžných praktik (např. možnost vydávat emise v tranších – což umožňuje sladit potřeby emitenta a podmínky na trhu).

Mezi konkrétní rozdíly mezi stavem dluhopisového trhu v současnosti a před sto lety patří například současná neexistence perpetuit a slosovateľných dlužních úpisů, častá byla určitá forma umořování a konverse (do dluhopisů s nižším kuponem). Ustoupilo se rovněž od emisí dluhopisů fyzických osob. Dlouhodobé dluhopisy byly často vydávané s konkrétním účelem – např. vyvazovací obligace pozemkové.

Emise a obchodování s dluhopisy za první republiky a v předchozích obdobích by mohly svědčit o očekávání dlouhodobě vyrovnaného ekonomického vývoje, tj. existovaly velmi dlouhodobé i nekonečné obligace s velmi nízkým kuponem (i když byly často přivolatelné, amortizovatelné), přesto bylo 19. století spojené s častými úpravami měny a problémy s financováním veřejného dluhu.

Výnosy státních dluhopisů v roce 2002 byly prakticky srovnatelné s výnosy před 100 lety. Je trochu absurdní, že současná nízká úroveň úrokových sazeb přichází v době nejvyššího nárůstu

státního dluhu, avšak nejen historie ukázala, že nikoliv výše státního dluhu, ale předpokládaná schopnost ho splatit, má vliv na výši úroků.

Zajímavou skutečností v dlouhodobém porovnání vývoje dluhopisového trhu je rovněž fakt, že se výrazně změnila struktura podnikových emitentů. Dříve patřily mezi významné emitenty dráhy a hutní podniky, zatímco v současnosti se tyto kategorie podniků na trhu prakticky neobjevují. Podnikové dluhopisy sloužily na počátku 20. století i k ukládání úspor obyvatelstva.

V posledních letech probíhaly časté změny právních opatření týkající se dluhopisů a dluhopisového trhu, přičemž se postupně směřuje k harmonizaci s platnou a připravovanou legislativou v Evropské unii. Přesto si můžeme povšimnout oblastí, které v historickém kontextu nevyznívají pro současnou právní úpravu příliš povzbudivě. Příkladem může být úprava promlčitelnosti: v současnosti⁶³ se práva z dluhopisů se promlčují uplynutím 10 let ode dne jejich splatnosti, zatímco za první republiky docházelo k promlčení jistiny až uplynutím 30 let. Výrazně se lišila i výše zdanění: výnosy ze státních dluhopisů byly na počátku 20. století nedaněné a kupony nestátních dluhopisů se zdaňovaly sazbami ve výši 2% nebo 0,5%.

Přiblížení historického vývoje zdůraznilo složitost tvorby funkčního dluhopisového trhu, připomenulo dosažené úspěchy i prostor pro další zdokonalování podmínek na trhu. Popisem novodobé historie se však již dostáváme k současnému stavu, jehož analyzuje následující – 7. kapitola.

⁶³ podle zákona o dluhopisech 530/1990 Sb. včetně platných novelizací - §23

VII. Současný stav – finanční pohled

V této závěrečné kapitole bude přiblížen současný stav dluhopisového trhu v České republice na základě hlavních kritérií – především velikost a struktura. V řadě případů bude trh porovnán s dluhopisovými trhy v rozvíjejících se ekonomikách (Maďarsko, Polsko a Slovensko) nebo s vyspělejšími trhy v západní Evropě či Spojených státech amerických. Tato analýza by měla podat obrázek o stavu, ve kterém se domácí trh dluhopisů v současné době nachází.

Charakteristika stavu pomůže vytyčit další nutné kroky a předpoklady pro přínosný rozvoj trhu v souladu s institucionálními požadavky i makroekonomickým nadhledem. Tato část práce by měla přinést odhalení slabín domácího trhu, jejich příčiny a možná řešení, přičemž autorka uvažuje, že optimální směr vývoje je takový, aby domácí trh dluhopisů poskytoval co nejširší prostor pro financování a investování domácích subjektů a směřoval k homogenizaci pravidel běžných na vyspělých trzích a integraci platebních a zúčtovacích systémů.

7.1. Velikost trhu

7.1.1. Porovnání s jinými instrumenty na domácím trhu

Roli trhu dluhopisů v národním hospodářství lze znázornit především jejich podílem na hrubém domácím produktu a porovnáním s alternativními způsoby financování (čímž jsou zejména úvěry a akcie). Tyto podíly zachycuje následující tabulka (tab. 7.1.).

Tab. 7.1.: Porovnání dluhopisů/úvěrů/akcií

	2000			2001		
	celkem	státní	nestátní	celkem	státní	nestátní
Dluhopisy ¹ / HDP (%)	14,7%	5,8%	8,8%	14,9%	7,1%	7,8%
Úvěry ² / HDP (%)	42,3%	2,7%	39,7%	43,0%	8,5%	34,5%
Akcie ³ / HDP (%)	22,4%	X	22,4%	15,8%	x	15,8%

¹...tržní kapitalizace veřejně obchodovatelných dluhopisů (na BCPP), ²...objem úvěrů přičemž jako státní úvěry jsou označeny úvěry republikovým a místním orgánům (zatímco municipální dluhopisy jsou uvedeny jako nestátní – jedná se však o malý objem, takže zkrácení je nepatrné), ³...tržní kapitalizace veřejně obchodovatelných akcií (na BCPP)

Zdroje: BCPP, ČNB, ČSÚ, vlastní výpočty

Na základě uvedených dat je zřejmé, že domácí subjekty financují své aktivity více prostřednictvím úvěrů, jejichž podíl na hrubém domácím produktu více než dvojnásobně převyšuje podíl dluhopisů na HDP. Nicméně ani současný podíl není zanedbatelný a navíc neustále roste.

Navíc pokud vezmeme v úvahu i dluhové instrumenty se splatností do jednoho roku, jejich podíl na hrubém domácím produktu dosáhl v roce 2000 52%. V euro zóně tento podíl dosahuje 100% (ale existují poměrně vysoké rozdíly: Irsko 21%, Německo 112% a Lucembursko 327%). Avšak mezi kandidáty na členství v Evropské unii je tento podíl v České republice nejvyšší (před Bulharskem 48% a Slovenskem 37%). (podle studie ECB, červen 2002)

Přestože je podíl dluhopisů na HDP v eurozóně stále podstatně vyšší i zde je tendence podnikové sféry financovat se více prostřednictvím úvěrů.

Republikové a místní orgány využívají především úvěrového financování, zatímco stát dává přednost emisím cenných papírů (celkově tedy úvěry státu a jeho orgánům tvořily v roce 2001 8,5%). Státní dluh byl v polovině roku 2002 téměř z 99% hrazen prostřednictvím cenných papírů, samotné státní dluhopisy kryly 48% státního dluhu (viz také [tabulka 6.8.](#)).

Rovněž je zřejmé, že se zvýšilo postavení dluhopisů jako veřejně obchodovatelných cenných papírů, když jejich tržní kapitalizace již téměř dosáhla tržní kapitalizace akcií (které jsou však podstatně méně likvidní).

Tab. 7.2.: Porovnání tržních kapitalizací dluhopisů a akcií (bez podílových listů) na BCPP

	2000				2001			
	Tržní kapitalizace (mld. Kč)		Počet emisí		Tržní kapitalizace (mld. Kč)		Počet emisí	
	dluhopisy	akcie	dluhopisy	akcie	dluhopisy	akcie	dluhopisy	akcie
Hlavní	168,4	258,0	30	5	202,9	220,4	28	5
Vedlejší	27,6	117,8	11	59	35,9	76,3	13	48
Volný	84,1	53,1	53	78	80,6	42,0	41	47
Celkem	280,1	428,9	94	142	319,4	338,8	82	100

Zdroj: BCPP

I počet emisí dluhopisů a akcií se postupně srovnává a je pravděpodobné, že tendence zvyšování tržní kapitalizace a počtu emisí dluhopisů bude ještě pokračovat (zejména vzhledem k rostoucímu státnímu zadlužení). V dohledném horizontu může tedy nastat situace, kdy role dluhopisů na BCPP bude významnější nejen v objemu obchodování, ale i tržní kapitalizaci a počtu emisí.

7.1.2. Porovnání s ostatními zeměmi

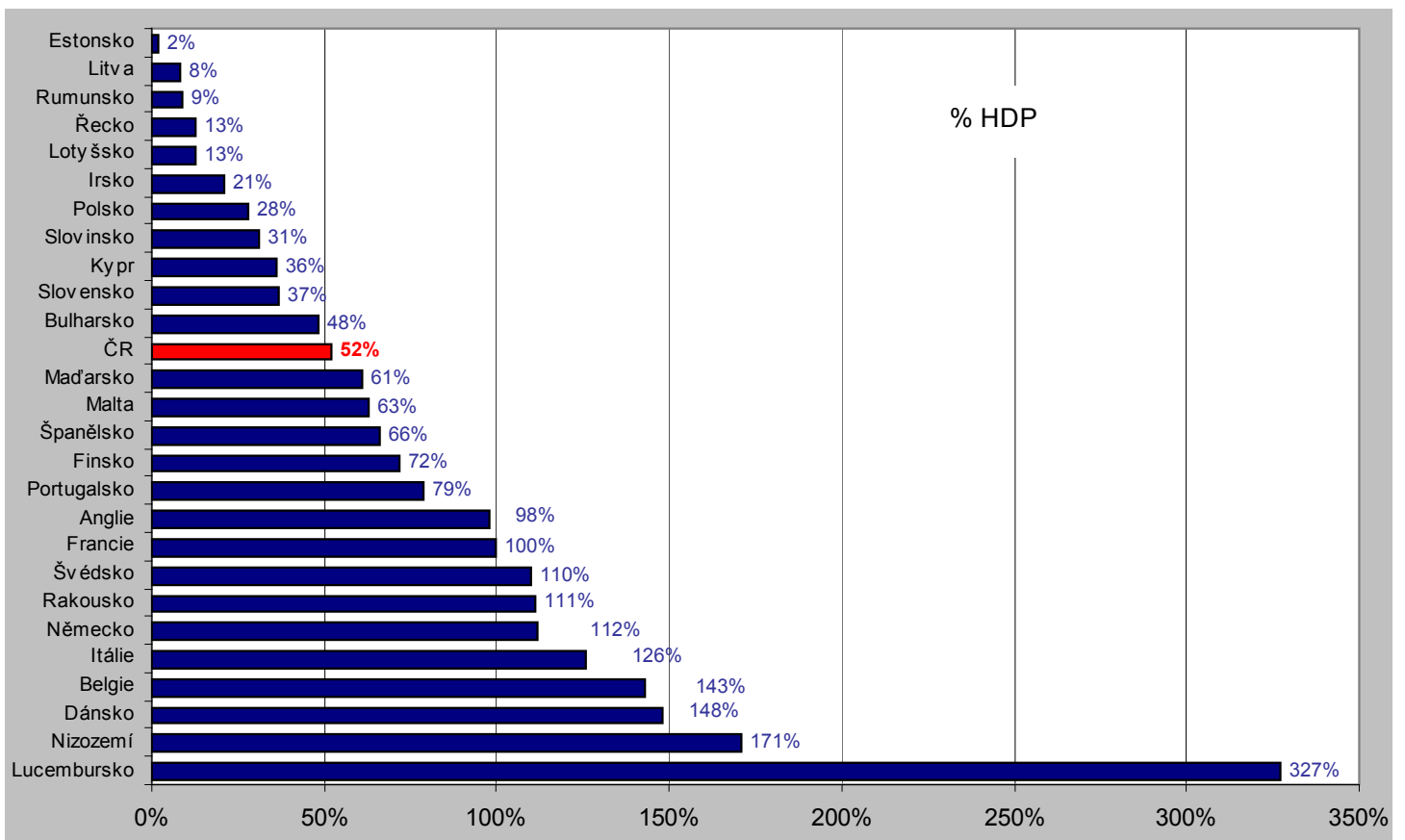
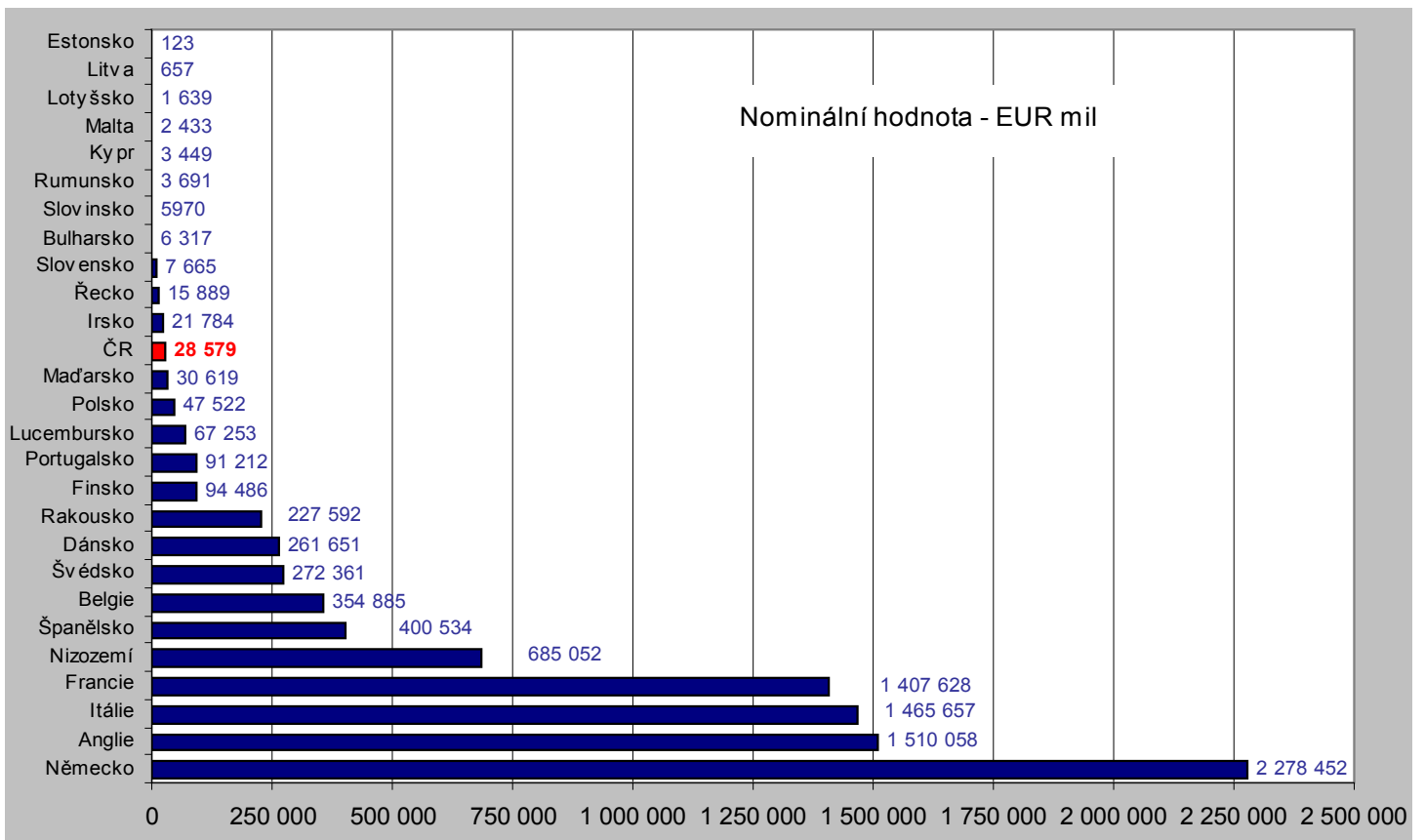
Jak již bylo zmíněno, podíl dluhopisů na hrubém domácím produktu se významně liší v jednotlivých státech eurozóny. Následující grafy (7.1.-7.2.) porovnávají celkovou velikost trhu dluhopisů (krátké i dlouhodobé dluhové instrumenty, státní i nestátní) a jejich poměr k hrubému domácímu produktu v zemích Evropské unie a v zemích kandidujících na členství v EU. Ke konci roku 2000 tak existovaly dokonce dva státy Evropské unie (Irsko a Řecko), které měly trh dluhopisů absolutně (a tedy i relativně – jako podíl na HDP) menší než v České republice.

V Rakousku, které je blízko ČR nejen svou geografickou polohou, ale i velikostí, počtem obyvatel, společnou minulostí, kulturní a hospodářskou orientací, je trh dluhopisů téměř osmkrát větší (v nominální hodnotě) a přesahuje úroveň hrubého domácího produktu. Domnívám se, že podobná situace je pravděpodobná i pro český trh dluhopisů v následujících několika letech (tedy po vstupu do Evropské unie).

Ze zemí kandidujících na vstup do EU předstihly Českou republiku Polsko a Maďarsko co se týče absolutní velikosti a Maďarsko a Malta co se týče relativní velikosti (tj. podíl na HDP), což je mezi 12 kandidáty velmi dobrá pozice.

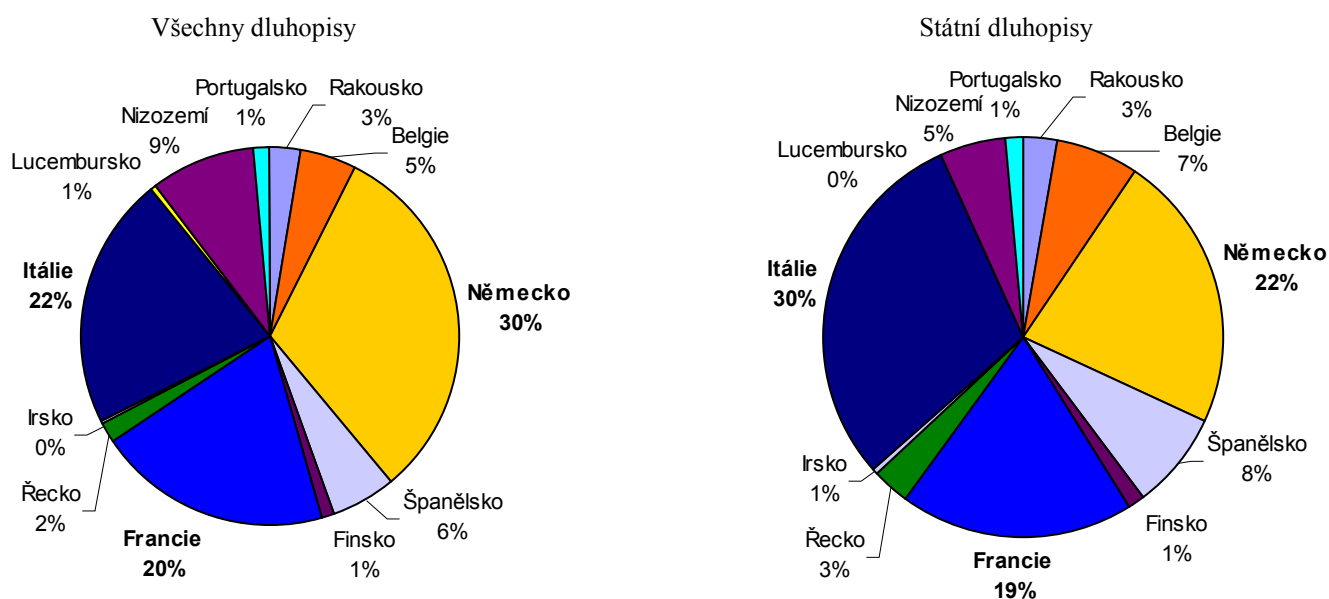
Ústřední postavení na trhu dluhopisů v euro-zóně mají Německo, Itálie a Francie. Díky vysokému státnímu dluhu je Itálie na čelním místě v objemu státních dluhopisů. Uvedené země mají největší vliv na podobu trhu dluhopisů v EMU. Je vhodné tedy sledovat právě jejich systém emise dluhopisů, aukcí, prodeje, vypořádání, zapůjčování apod. Státní dluhopisy v uvedených zemích jsou v současné době elementem pro vytvoření výnosové křivky státních dluhopisů denominovaných v EUR. Trh dluhopisů vydaných subjekty s domicilem v Evropské měnové unii a denominovaných v EUR je však stále ještě nesourodý vlivem rozdílných národnostních charakteristik – zejména v oblasti zadlužení státu, vlastní fiskální politiky a daňového systému (blíže viz kap. 5.3.).

Obr. 7.1.-7.2.: Velikost trhů státních dluhopisů v Evropě



Zdroj: ECB, červen 2002 (údaje ke konci prosince 2000)

Obr. 7.3.-7.4.: Dluhopisy v zemích EMU – podle nominálního objemu



Zdroj: ECB, červen 2002 (údaje ke konci prosince 2000)

Další, podrobnější, porovnání je pouze mezi vybranými zeměmi kandidujícími na členství v EU, které mají blízké charakteristiky – zejména vyspělost ekonomiky a geografická poloha (konkrétně: ČR, Slovensko, Maďarsko a Polsko). Tentokrát je porovnání zaměřené pouze na dluhové instrumenty se splatností nad jeden rok, které byly zavedeny do systému Bloomberg (tj. jedná se o obchodovatelné dluhopisy). Mimo domácích dluhopisů je porovnáván také objem eurodluhopisů denominovaných v příslušné národní měně. V uvedených státech je domácí trh dluhopisů používán především pro domácí subjekty (tj. s domicilem a působením v daném státu). Trh eurodluhopisů pak slouží převážně pro zahraniční emitenty – většina emitentů v národních měnách uvedených zemí používá trh eurodluhopisů nejen v dané měně, ale i v řadě dalších, tak aby optimalizovala své financování (při hlavních kritériích: výše úrokových sazeb, poptávka, likvidita včetně možnosti snadného exitu, měnové riziko a riziko země). Rozvinutý a velký trh eurodluhopisů nám tedy ukazuje zájem zahraničních investorů a jejich vnímání dané ekonomiky a dluhopisového trhu. Jednou z důležitých podmínek pro vznik eurodluhopisů denominovaných v národní měně je existence a pokud možno i pravidelná kotace swapových sazeb (a případně dalších derivátů). Tento faktor například na dlouhou dobu opozdil vydávání eurodluhopisů v maďarských forintech.

Tab. 7.3.: Porovnání objemu dluhopisů se zeměmi východní Evropy

	ČR	Polsko	Slovensko	Maďarsko
Celkový objem domácích dluhopisů (mld. EUR)	12,20	35,58	6,30	17,93
Celkový objem eurodluhopisů denominovaných v národní měně (mld. EUR)	4,4	7,5	0,7	1,0
% HDP – domácí dluhopisy	22,2%	22,6%	32,1%	36,0%
% HDP – eurodluhopisy	8,0%	4,9%	3,5%	2,0%
% HDP – domácí nestátní dluhopisy	9,7%	0,3%	3,4%	1,6%

Zdroj: Bloomberg – 22.10.2002 (objem dluhopisů + směnné kursy), Eurostat (HDP – 2000, v běžných cenách) vlastní výpočty

Základní statistiky (celkový objem trhu dluhopisů) vyznívají pro trh dluhopisů obdobně jako výše uvedený graf (obr. 7.1.), avšak relativní velikost trhu jako podíl na HDP je v ČR nižší než ve všech dalších uvedených zemích. Na druhou stranu velmi pozitivně vyšel podíl eurodluhopisů a nestátních dluhopisů na hrubém domácím produktu v ČR (tj. výrazně vyšší než v uvedených zemích). Tento údaj svědčí o tom, že trh dluhopisů v České republice slouží pravděpodobně podstatně lépe pro nestátní sféru než jak je tomu v uvedených východoevropských zemích a zahraniční emitenti vnímají korunu, úrokové sazby a rizika ekonomického a politického vývoje v ČR pravděpodobně lépe ve srovnání s uvedenými zeměmi. Další charakteristiky budou rozebrány v oddíle o struktuře trhu.

7.2. Struktura trhu dluhopisů

Struktura trhu dluhopisů je zjišťována na základě dat o dluhových instrumentech se splatností nad jeden rok uvedených v systému Bloomberg⁶⁴ (k 22. říjnu 2002).

7.2.1. Časová struktura trhu

Následující tabulka (tab. 7.4.) podává přehled o časové struktuře státních a nestátních emisí dluhopisů na domácím trhu a eurodluhopisů denominovaných v CZK – je zde uvedena jak aktuální doba do splatnosti, tak doba do splatnosti v době vydání emise.

⁶⁴ Z porovnání jsou vyřazeny cenné papíry po splatnosti v defaultu.

Tab. 7.4.: Časová struktura trhu

Počet let	všechny emise na domácím trhu	státní	nestátní	eurodluhopisy
Průměrná doba do splatnosti při emisi	7,0	6,4	7,1	5,2
Vážená doba do splatnosti při emisi	7,3	7,3	7,2	5,8
Aktuální průměrná doba do splatnosti	3,8	3,7	3,8	3,5
Vážená aktuální doba do splatnosti	4,7	5,3	4,0	4,0

Zdroj: Bloomberg, 2002

Ve všech uvedených kategoriích je vážená průměrná doba do splatnosti (s váhou podle objemu emise) vždy větší než průměrná doba do splatnosti, z čehož vyplývá, že emise, které jsou větší co do velikosti emise mají v průměru i delší dobu do splatnosti. Platí to zejména pro státní emise díky tomu, že v posledních letech byly výrazně změněny charakteristiky dluhopisů v aukcích – prodloužila se doba do splatnosti a zvětšil objem emise (resp. otevírá se více tranší).

Průměrná doba do splatnosti při vydání domácích dluhopisů činí 7 let, což dokládá rozvoj trhu i ekonomiky. Státní dluhopisy samy o sobě mají sice stále menší průměrnou dobu do splatnosti, ale v porovnání s předchozími lety došlo ke zřetelnému nárůstu. Pro porovnání – na počátku roku 1999 činila průměrná doba do splatnosti státních dluhopisů 2,3 roku – během tří let tedy vzrostla o 1,4 roku. V předchozích pěti letech byla průměrná doba do splatnosti poměrně stabilní, tento nárůst je tedy skutečně tendencí posledních tří let⁶⁵. Pravděpodobně však dojde ještě k růstu průměrné doby do splatnosti vzhledem k velmi nízké úrovni⁶⁶ dlouhodobých domácích sazeb. Pravidelné dlouhodobé emise státu přispěly k výraznému prodloužení i prohloubení výnosové křivky a podpořily tak rozvoj trhu dluhopisů v této oblasti. Zároveň dlouhodobé emise státu přispívají k diverzifikovanějšímu a strategičtějšímu řízení zadlužení státu. Ve vyspělých zemích (např. USA a Německo) jsou obvyklé i 30-leté emise státu a rovněž v historii našeho státu byly běžné dlouhodobé i nekonečné státní dluhopisy (viz 6. kapitola).

V Evropské měnové unii je dlouhodobé financování státního dluhu prostřednictvím dlouhodobých dluhových instrumentů téměř desetkrát vyšší než krátkodobé financování (do jednoho roku) – viz tab. 7.5.

⁶⁵ Pro všechna porovnání byla použita data Bloombergu.

⁶⁶ Výnos státního dluhopisu SD6,95/16 se počátkem prosince 2002 pohyboval na úrovni 4,4%, což je nejen nejnižší úroveň v novodobé historii domácího trhu dluhopisů, ale i velmi nízká úroveň v porovnání s vyspělými zeměmi (a to i historickém kontextu).

K prodlužování doby do splatnosti docházelo i v okolních rozvíjejících se zemích. Pro porovnání - ke konci října 2002⁶⁷ činila průměrná doba do splatnosti domácích dluhopisů v Maďarsku 3,9 roku, v Polsku 3,3, na Slovensku 2,8 (v ČR 3,8 roku).

Proč je žádoucí, aby existovaly dlouhodobé dluhové instrumenty?

Za prvé, dlouhodobé instrumenty vytváří stabilnější finanční rámec pro investiční aktivity podnikové sféry.

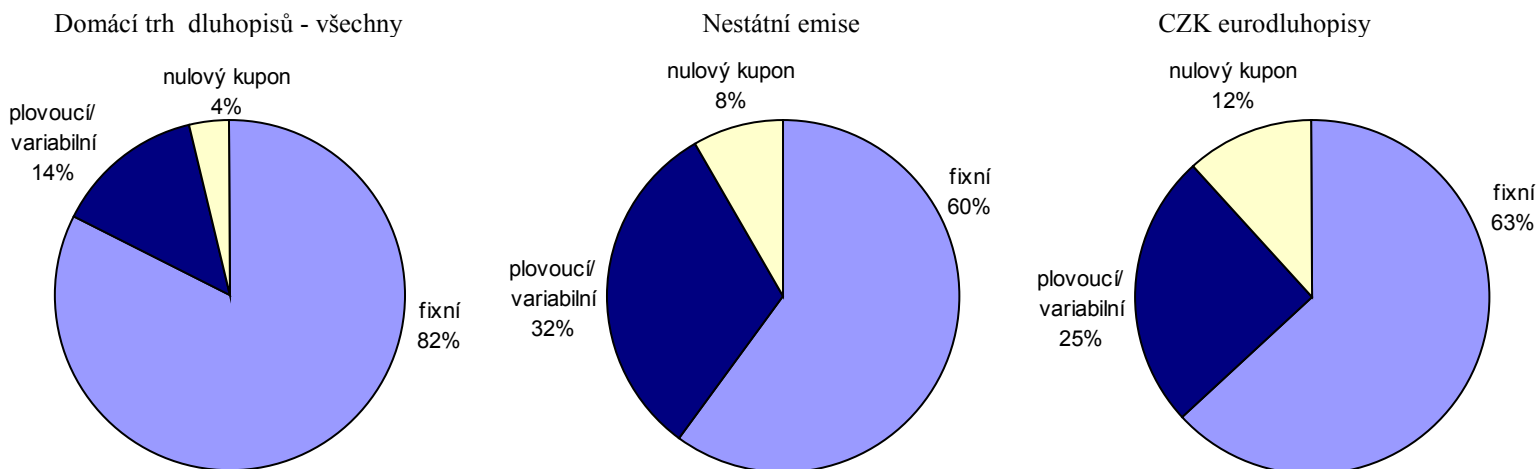
Za druhé, existují institucionální investoři (zejména penzijní fondy a životní a jiné pojišťovny) s dlouhodobým horizontem svých pasiv, investice do dlouhodobých instrumentů jim tedy umožňuje kvalitnější řízení svých aktiv a pasiv.

Za třetí, dlouhodobější státní dluhopisy jsou vhodná na financování dlouhodobých projektů státu – např. reforma systému důchodového zabezpečení).

7.2.2. Struktura trhu podle typu instrumentu

Následující grafy (obr. 7.5.-7.7.) porovnávají výskyt rozdílných typů korunových dluhopisů.

Obr. 7.5.-7.7.: Struktura podle typu instrumentu



Zdroj: Bloomberg, 2002

Na domácím trhu jednoznačně převažují dluhopisy s pevným kuponem, a to zejména u státních dluhopisů, které se vydávají v současné době jen jako dluhopisy s fixním kuponem. Výjimkou byly tzv. povodňové dluhopisy vázané na index spotřebitelských cen vydané v roce 1997 se splatností v roce 2002.

⁶⁷ Data: Bloomberg

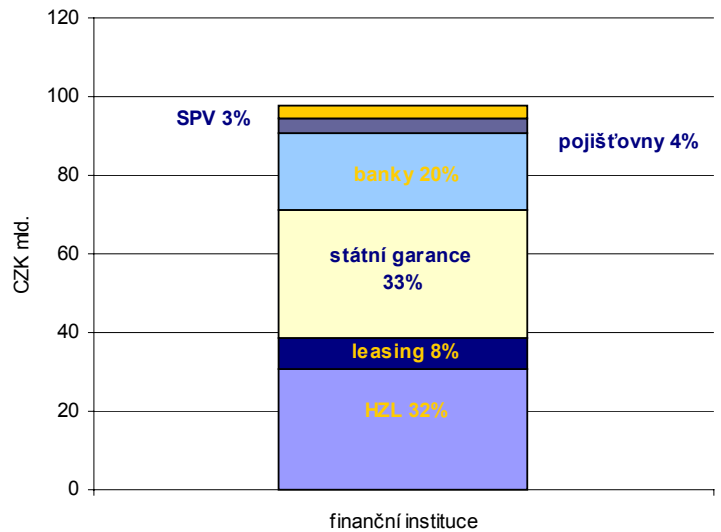
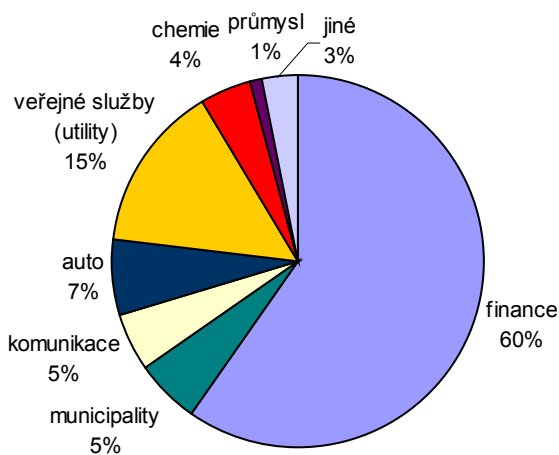
Nadpoloviční většinu tvořily dluhopisy s fixním kuponem i mezi nestátními emisemi a korunovými eurodluhopisy. Volba mezi plovoucím a fixním kuponem závisí nejen na struktuře závazků, které se danou emisí dluhopisů financují, ale rovněž na výhledu pohybu úrokových sazeb. Hlavní rozdíl mezi strukturou trhu ve vyspělých zemích a ČR je absence sofistikovanějších instrumentů typu konvertibilních dluhopisů (ty však při málo funkčním akciovém trhu nejsou „na pořadu dne“).

Dluhopisy s nulovým kuponem jsou velmi oblíbené např. v Polsku. Jejich obliba někdy souvisí s daňovými a účetními hledisky.

7.2.3. Struktura trhu podle sektorů

Sektorová struktura⁶⁸ trhu byla provedena pouze u nestátních dluhopisů, avšak jsou zde i dluhopisy se státní garancí (např. dluhopisy České exportní banky).

Obr. 7.8.-7.9.: Sektorová struktura domácího trhu

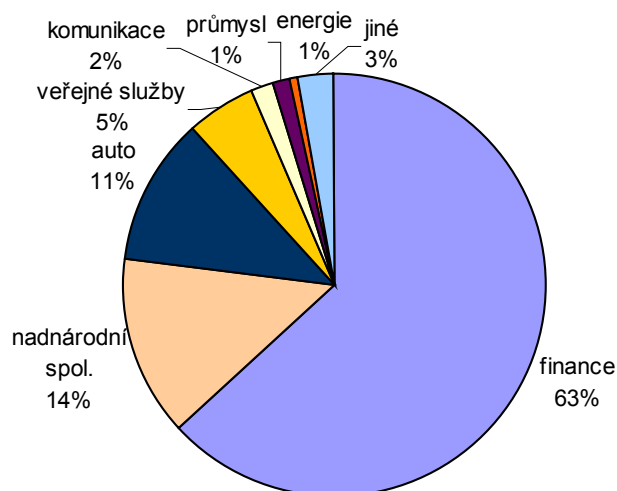


Zdroj: Bloomberg (data - říjen 2002)

Pozitivním faktorem ve struktuře trhu dluhopisů je také relativní rozmanitost emitentů podle typu sektoru. Mimo finanční služby mají více než 10%-ní podíl dluhopisy veřejných služeb. Vyšší počet sektorů by měl napovídat o širším přístupu a využití dluhopisového trhu.

Obr. 7.10.: Sektorová struktura trhu

Korunové eurodluhopisy



Zdroj: Bloomberg, 2002

Do sektoru auto byly zařazeny i dluhopisy emitované dceřinými finančními společnostmi automobilových firem (za účelem emisí dluhopisů). V sektoru financí korunových eurodluhopisů mají významné zastoupení hypoteční a zemské banky, dále jsou zde zastoupeny běžné komerční banky, spořitelny a pojišťovny, ostatní finanční ústavy mají jen malou úlohu. Nadpoloviční většina dluhopisů finančních ústavů ve výše uvedených grafech (obr. 7.8.-7.10.) není překvapením. Naopak 40% dluhopisů nefinančních společností ukazuje jejich významné zastoupení na trhu. Tento podíl je dokonce výrazně vyšší než v některých zemích Evropské unie – například Rakousko a Německo (přes 95% - finanční instituce jak dlouhodobé, tak krátkodobé). Průměrně tvoří finanční instituce v Evropské měnové unii 88% všech dluhopisů (nad jeden rok). Tento stav potvrzuje, že podniková sféra v západní Evropě je méně zvyklá se obracet pro finanční prostředky na kapitálový trh než v USA.

Níže uvedená tabulka (tab. 7.5.) znázorňuje objem emisí dluhopisů v jednotlivých zemích Evropské měnové unie a jejich rozdělení do základních 4 kategorií podle typu emitenta a dvou kategorií podle doby do splatnosti.

⁶⁸ Data: Bloomberg, sektory jsou tříděny podle kvalifikace Bloombergu, případně spojeny do větších celků (průmysl, jiné)

Tab. 7.5.: EUR denominované dluhopisy
(objem ke konci srpna 2002 - nominální hodnota, EUR mld.)

Země	Celkem			Centrální vláda		Peněžní finanční instituce		Nepeněžní finanční společnosti		Nefinanční společnosti	
	celkem	ST	LT	ST	LT	ST	LT	ST	LT	ST	LT
EMU	7368,6	688,9	6679,7	332,2	3495,7	266,0	2395,7	4,4	420,1	86,4	368,2
Rakousko	207,5	3,1	204,4	1,0	109,8	2,1	86,8	0,0	3,5	0,0	4,3
Belgie	347,7	44,3	303,4	32,0	217,9	5,4	67,2	2,1	0,5	4,8	17,8
Německo	2308,5	79,2	2229,3	26,3	832,5	34,4	1352,0	0,0	0,0	18,5	44,8
Španělsko	415,1	52,2	362,9	36,1	269,3	11,4	47,6	1,1	33,1	3,5	12,8
Finsko	80,6	25,6	55,0	6,2	45,0	14,5	4,0	0,0	2,1	4,9	3,9
Francie	1478,4	291,2	1187,1	76,3	642,9	168,8	309,6	0,0	31,0	46,1	203,7
Řecko	116,7	2,1	114,6	1,9	114,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Irsko	23,7	0,0	23,7	0,0	23,7	Na	na	na	na	na	na
Itálie	1601,5	130,9	1470,6	130,8	1011,3	0,0	355,9	0,0	68,2	0,0	35,2
Lucembursko	41,7	10,7	30,9	0,1	0,6	10,7	30,3	na	na	na	na
Nizozemí	647,6	39,9	607,7	20,5	172,1	18,3	116,7	0,9	279,7	0,2	39,2
Portugalsko	99,6	9,7	90,0	1,0	56,3	0,1	25,4	0,3	2,0	8,3	6,4

Zdroj: ECB Securities Issues Statistics.

ST...krátkodobé, LT...dlouhodobé, na...data nebyly v dané době k dispozici

Objem dlouhodobých státních dluhopisů v EMU v nominální hodnotě (pozn. centrální vláda – dlouhodobé dluhové instrumenty) tvoří 52% všech dluhopisů, v České republice se jedná o velmi podobný podíl: 56,4%⁶⁹.

Emisemi státních dluhopisů může dojít k vytlačování nestátních emisí dluhopisů. V České republice se zvyšování objemu státních dluhopisů projevilo na úbytku nestátních emisí i na nižší likviditě těchto dluhopisů, tj. likvidní trh se vytvořil především ze státních dluhopisů. Emise podnikové sféry jsou v současné době do značné míry omezeny zájmem investorů, který se soustředí pouze na pár nejbonitnějších subjektů. Nahrazování nestátních dluhopisů státními však nesouvisí pouze se zvyšováním státního dluhu, podstatný faktor tvoří téměř zprivatizovaný bankovní sektor, struktura a možnosti domácí podnikové sféry (viz dále kap. 7.4.) a předchozí období tzv. credit crunch.

7.3. Burzy

Údaje o počtu emisí, objemu obchodů a tržní kapitalizaci dluhopisů na BCPP byly již uvedeny výše (6. a 7. kapitola). Pro srovnání jsou uvedeny údaje i o dalších evropských burzách.

⁶⁹ Podle dat na Bloombergu. Podíl korunových státních dluhopisů na celkovém objemu dluhopisů je podle tržní kapitalizace obchodovatelných dluhopisů (data BCPP) nedosahuje ani 50%.

Počty emisí umístěných na evropských burzách se výrazně liší. Mezi nejvýznamnější burzy patří samozřejmě Londýn, Německá burza a Lucembursko⁷⁰ a nově rovněž Euronext. Absolutně nejvyšší počet dluhopisů, přes 18 tisíc (téměř výhradně zahraničních), bylo umístěno na lucemburské burze (data – srpen 2002, FESE⁷¹). Východoevropské burzy, které jsou zahrnuty v údajích FESE: Budapešť, Kypr, Ljubljana, Praha a Varšava, mají obvykle velmi podobný počet emisí dluhopisů – řádově v desítkách, zatímco na vyspělých západoevropských burzách je tento počet obvykle o jeden řád vyšší (tj. v tisících). Mimo Lucembursko jsou významné emise zahraničních dluhopisů ještě v Londýně, Irsku a Švýcarsku, kde téměř dosahují počtu domácích emisí.

Počet emisí rozhodně nesouvisí jen s podnikovým a státním zadlužením. Významnou roli hrají daňové podmínky, kvalita zprostředkování obchodů a další služby a možnosti. Právě proto je Lucembursko místem pro většinu eurodluhopisů.

Následující tabulka (tab. 7.6.) přináší roční přehled obchodování podle údajů FESE.

Tab. 7.6.: Objem obchodů s dluhopisy za rok 2000 (mil. EUR)

Burza	Domácí registrované dluhopisy	Z nich veřejně obchodovatelné	Zahraniční registrované dluhopisy	Celkem	Mimoburzovní
Athens	0.2	0.2	0.0	0.1	n/a
Budapest	2 670.6	2 670.6	4.3	2 674.9	0.0
Copenhagen	752 170.4	423 178.7	740.0	752 910.5	0.0
Deutsche Börse	708 399.1	667 611.4	18 264.7	726 663.8	0.0
Helsinki Exchange	8.3	0.0	0.0	8.3	n/a
Iceland	3 877.5	2 047.3	1.3	3 878.8	0.0
Irish Exchange	22 496.6	21 217.3	0.5	22 497.1	0.0
Italian Exchange	154 114.3	141 904.9	1 271.4	155 385.7	1 991 398.0
Lisbon and Oporto	2 776.9	1 495.7	6.5	2 783.4	38 992.6
London	1 329 810.0	1 306 740.0	66 192.1	1 396 002.0	n/a
Luxembourg	7.9	7.9	990.7	998.6	0.0
Madrid	958.5	506.3	0.0	958.5	1 533 142.0
Oslo Bors	68 625.7	63 893.6	4.1	68 629.9	n/a
Stockholm	849 911.1	638 053.9	0.0	849 911.1	n/a
Swiss Exchange	58 482.7	41 107.7	39 915.5	98 398.2	91 564.8
Vienna	282.7	203.7	15.7	298.4	n/a
Warsaw	572.8	572.7	9.0	581.8	0.0

Zdroj: FESE, 9/2002

Objem obchodů na burzách je často pouze indikací důležitosti trhu dluhopisů. Neslouží jako aproximace celkového objemu obchodů na trhu, protože většina obchodů s dluhopisy probíhá tzv. přes přepážku (OTC). Objem emisí a obchodů s dluhopisy závisí rovněž na finanční

⁷⁰ Kombinace názvů měst a států vychází z ustálených výrazů pro tyto burzy v zahraničí.

⁷¹ Federation of European Securities Exchanges

kultuře jednotlivých zemí. Zatímco ve Spojených státech jsou podniky zvyklé se obracet s řešením financování svých aktivit na finanční trhy, v západní Evropě stále převažují bankovní úvěry nad emisemi dluhopisů, případně akcií či jiných finančních instrumentů.

7.4. Dluhopisy jako nástroj financování pro podnikovou sféru

V České republice se podniková sféra financuje prostřednictvím dluhopisů zhruba ve stejné míře (v porovnání s jinými instrumenty) jako v západní Evropě, resp. zemích se stejným kulturním zázemím. Obrat tohoto trendu závisí na nejen na vývoji domácí ekonomiky, jejího institucionálního zázemí, ale rovněž ve velké míře na vývoji na západoevropských trzích – také vzhledem k tomu, že rozhodující roli v lokálních bankovních domech mají západoevropské subjekty.

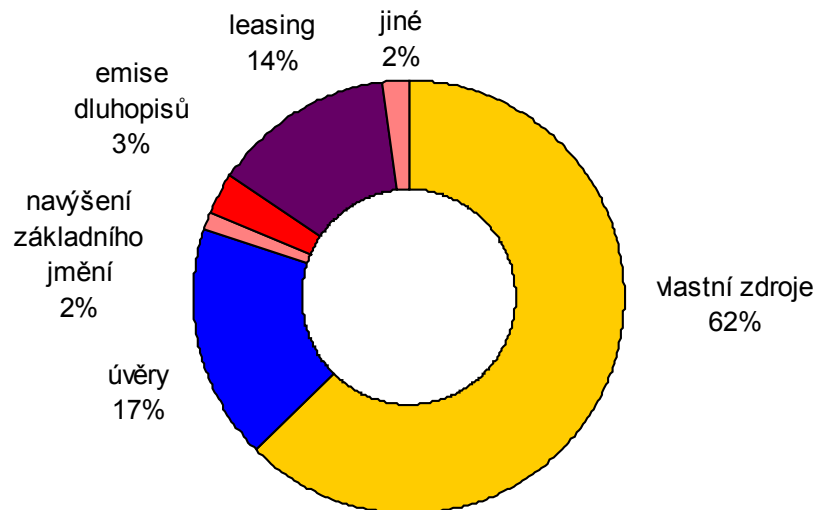
Objem nestátních dluhopisů tvoří téměř polovinu všech obchodovatelných dluhopisů (v nominální hodnotě). Tržní kapitalizace nestátních dluhopisů dokonce převyšuje tržní kapitalizaci státních dluhopisů (z důvodu zvyšujícího se objemu státních dluhopisů a poklesu úrokových sazeb, tj. vysokému nárůstu cen dříve emitovaných dluhopisů).

Jak již bylo výše uvedeno 60% nestátních dluhopisů tvoří dluhové instrumenty finančních subjektů a 5% municipalit. Dalších 35% patří podnikové sféře (tj. přes 50 miliard korun).

Dluhopisy jako dlouhodobější nástroj financování jsou vhodné především pro financování aktivit investičního charakteru.

Následující graf (obr. 7.11.) ukazuje podíl dluhopisů na financování investic podnikovou sférou (podle výběrového šetření uskutečněného v červnu až srpnu 2000). Z uvedeného grafu je zřejmé, že dluhopisy jsou podnikovou sférou brány pouze jako doplňkový zdroj. Jejich 3% podíl není ale úplně zanedbatelný, vyloučíme-li z možností financování vlastní zdroje.

Obr. 7.11.: Podíl dluhopisů na financování podnikových investic



Zdroj: Dvořák (prezentace 2001)

„Podřadná“ role dluhopisů resp. širšího využití možností finančních trhů v oblasti financování podnikové sféry není v kontinentální Evropě neobvyklá. Tento fakt naznačuje, že ani z dlouhodobého hlediska nelze příliš předpokládat extrémní nárůst podnikových dluhopisů na východoevropských burzách.

Domnívám se, že mezi hlavní příčiny nízkého objemu podnikových emisí na domácím trhu patřily následující faktory:

- neznalost a nepřipravenost případných emitentů (podniky často nebyly/nejsou připravené pro nový způsob financování),
- úzké vazby na určitou banku (vlastnický propletenec), která podniku přiděluje především úvěry a směnky často za zcela netržní sazby (ve smyslu pozitivním i negativním),
- nevyjasněné vlastnické poměry (např. příprava na privatizaci, vlastnictví skrz fondy apod., což znejišťuje investice do instrumentů takovýchto subjektů),
- razantní změna výkonnosti (díky rozpadu „direktivního“ trhu mezi východoevropskými zeměmi)
- informační povinnosti
- nedůvěra v kapitálový trh a možnosti zajištění rovnoprávného postavení na trhu
- relativně vysoký objem emise

V poslední době ustupují již však některé výše uvedené faktory do pozadí – zejména neznalost, nedůvěra a nevyjasněné vlastnické poměry.

Jedním z důvodů, proč firmy nevolí pro své financování dluhopisy, zůstává požadavek poměrně vysokého emisního objemu, protože náklady spojené s přípravou emise a jejím umístěním na BCPP jsou pro malé emise příliš vysoké (nekonkurenceschopné s jinými finančními nástroji). Vzhledem k těmto nákladům je vhodné, aby emise přesahovaly objem 300 milionů korun (10 milionů eur). Objem 10 milionů eur je také obvykle minimální objem pro obchodování případně privátní emise) na vyspělých trzích.

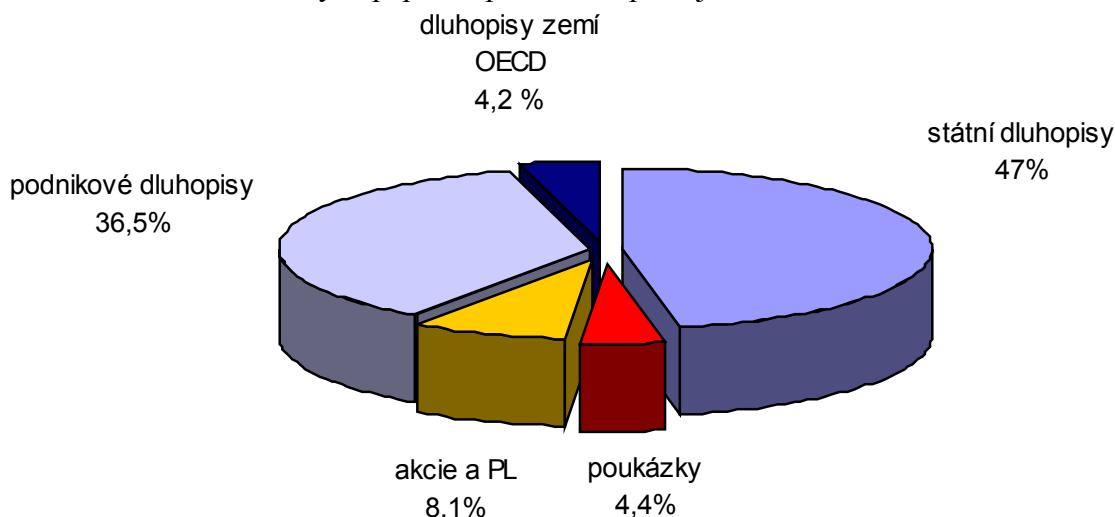
S přihlédnutím k velikosti české ekonomiky a její podnikové sféry jsou miliardové emise dluhopisů vhodné jen pro poměrně malý počet podnikových subjektů. Změny lze očekávat pouze pokud v České republice aktivněji působit mezinárodní společnosti (ovšem do té doby už může být domácí trh napojený na západoevropské trhy).

V porovnání s velikostí jednotlivých emisí států jsou emisní objemy podnikových dluhopisů obvykle podstatně nižší – ve všech východoevropských státech. V České republice se největší emise podnikových dluhopisů pohybují mezi 100-200 miliony dolarů (resp. eur). Tyto objemy jsou v porovnání s rozvinutými trhy, kde se pohybují nadnárodní společnosti, řádově nižší. Odlišné výsledky však naznačuje porovnání s menšími vyspělými ekonomikami, např. Rakousko a Portugalsko. V těchto zemích Evropské unie, které jsou velikostí bližší porovnávaným ekonomikám (mimo Polska), dosahují významné jednotlivé emise podnikových dluhopisů velmi obdobných objemů jako v České republice. Velikost emisí souvisí nejen s nabídkou (tj. existencí velkých domácím i mezinárodních firem se zájmem o financování prostřednictvím emise dluhopisů), ale do značné míry rovněž s existující poptávkou na trhu. Poptávka na českém trhu je dána především zájmem domácích investorů; zahraniční investoři dosud představovali spíše minoritní část majitelů domácích emisí. Nízký zájem investorů (případně již vysoká existující angažovanost u případných investorů) může nutit domácí emitenty ke vstupu na zahraniční trhy. Fakt, zda domácí trh je či není schopen vstřebat větší emise podnikových dluhopisů, je nutné zohlednit o takové faktory jako je riziko emitenta a načasování emise na trhu. Právě načasování emise na trhu může být klíčové pro to, jak a zda bude emise účastníky trhu přijata (a to nejen na rozvíjejících se trzích).

V České republice je poptávka po korunových dluhových instrumentech tvořena především následujícími subjekty: domácí banky, investiční společnosti a podílové fondy, stavební spořitelny, penzijní fondy a pojišťovny. Na základě dat ČNB a KCP o finančních investicích daných subjektů lze odhadnout, že potenciální domácí poptávka po dluhopisech dosahuje desítek až stovek miliard korun. Domácí trh je zatím velmi pravděpodobně schopen vstřebat nejen nové emise států plánované z důvodu státního zadlužení, ale i nové bonitní emise nestátních subjektů.

Další graf (obr. 7.12.) vyjadřuje strukturu cenných papírů v portfoliích penzijních fondů, kteří jsou jedním z nejvýznamnějších dluhopisových investorů. V roce 2001 (v prvních devíti měsících) spravovaly penzijní fondy více než 47 mld. Kč - z toho téměř 43 mld. Kč v cenných papírech (20,1 mld. Kč tvořily státní dluhopisy – tj. přibližně 15% celkového objemu státních dluhopisů).

Obr. 7.12.: Struktura cenných papírů v portfoliích penzijních fondů



Zdroj: ČSÚ k 30.9.2001 (ze zprávy KCP za rok 2001)

7.5. Emise na zahraničních trzích

7.5.1. Emise domácích investorů v zahraničí

Subjekty s domicilem ve východoevropských zemích využily v minulosti možnost vydat své dluhopisy na zahraničním trhu (často denominované v DEM, EUR a USD) především z důvodu nižších úrokových sazeb a/nebo potřeby zahraniční měny.

Vstup na zahraniční trhy bývá v některých případech motivován nedostatečnou poptávkou z řad domácích investorů. Tento faktor však mohl dosud hrát roli především v případě rozsáhlých a spíše jednotlivých („nárazových“) emisí států.

Rozdíl zájmu investorů na domácím a zahraničním trhu je vhodné nejlépe sledovat na dosažené kreditní marži (rozpětí mezi výnosy) jednoho emitenta pro emise s podobnou dobou do splatnosti, datumem emise a dalšími charakteristikami. Vzorek takovýchto emitentů ve východoevropských zemích je velmi omezený, proto následující tabulka přibližuje srovnání emisí pouze dvou emitentů z ČR. (Čím nižší rozpětí mezi výnosem dluhopisů a swapovými sazbami, tím je levnější financování pro danou společnost.)

Tab. 7.7.: Porovnání emisí domácích subjektů na v CZK a EUR

Emitent	Kupon	Měna	Datum emise	Splatnost	Marže při emisi*	Marže (konec roku 2000)*
Praha	6,95%	CZK	20.7.2000	20.7.2010	0,0%	0,55%
	4,625%	EUR	15.6.1999	15.6.2009	0,8%	0,35%
ČEZ	8,75%	CZK	7.6.1999	7.6.2004	0,5%	-0,15%
	7,25%	EUR	20.10.1999	20.10.2006	1,75%	0,90%

*vůči příslušné swapové sazbě (mid-mid)

Zdroj: Bloomberg

Z tabulky je zřejmé, že marže nad swapové sazby byla pro uvedené emitenty velmi proměnlivá a často příznivější na korunovém trhu než v EUR (lépe by toto samozřejmě ilustroval graf vývoje výnosů a přizpůsobených swapových sazeb). Po značnou část roku 2000 bylo možné získat pro české subjekty, které potřebovaly cizoměnové financování, levnější financování prostřednictvím domácího dluhopisového trhu. Toto dokazuje případ korunové emise dluhopisů České exportní banky se swapováním do dolarového financování v polovině roku 2000. Vzhledem k nestabilitě úrokových sazeb a rozpětí mezi výnosem státních dluhopisů a swapovými sazbami jsou však tyto možnosti značně omezené. Díky proměnlivým podmínkám na trhu je vhodné postupovat při přípravě primární emise dluhopisů formou emisního programu zahrnujícího široké spektrum možnosti vydání dluhopisů (rozdílné měny, formy splácení, kuponu, doby do splatnosti apod.) případně připravovat emisi ve více variantách a zvolit konečnou variantu v poslední fázi přípravy emise. Ačkoli je tato příprava administrativně i finančně náročnější, v konečném důsledku (především při rozsáhlejších emisích) je tato volba efektivnější.

Vzhledem ke stávajícím nízkým korunovým úrokovým sazbám se české subjekty obracejí na zahraniční trh především s potřebou financování v zahraniční měně než se snahou o levnější financování prostřednictvím zahraniční měny.

7.5.2. Emise eurodluhopisů

Vzhledem k příznivějším daňovým a regulatorním podmínkám a charakteristikám vyspělých trhů si zahraniční subjekty pro své emise dluhopisů denominované ve východoevropských měnách vybírají převážně trh eurodluhopisů (tyto emise jsou nejčastěji umístěné na burze v Lucemburku a tudíž se u nich neuplatňuje srážková daň). Emitenti nevstupují na tento trh z důvodu poptávky po dané měně, ale ze snahy o příznivější financování. Emise je často swapována do požadované měny emitenta, a proto trh dluhopisů vyžaduje funkční trh s deriváty (resp. swapovými kontrakty). Proto trh eurodluhopisů ve forintech začal o několik let

později než třeba v českých korunách a polských zlotých. Trh korunových eurodluhopisů je v porovnání k HDP v České republice významnější (dosahují 8%) než v okolních východoevropských zemích ([viz](#) tab. 7.3. výše).

Vzhledem k úzké provázanosti se swapovým trhem reagují výnosy eurodluhopisů silněji na pohyb úrokových sazeb než dluhopisy vydané na lokálním trhu. Při nestabilitě rozpětí mezi výnosy státních dluhopisů a swapových sazeb pak dochází k výkyvům rozdílu mezi výnosy domácích dluhopisů a eurodluhopisů. Pokud výše swapových sazeb významně převyšuje výnosy státních dluhopisů, jsou výnosy korunových eurodluhopisů velmi atraktivní i pro domácí subjekty.

Emitenti využívající eurodluhopisy denominované ve východoevropských zemích obvykle vydávají dluhopisy ve více měnách – viz tab. 7.8.

Tab. 7.8.: Hlavní emitenti eurodluhopisů na východoevropských trzích
(počet emisí eurodluhopisů v uvedených měnách)

Emitent/ Měna	CZK	PLN	SKK	HUF
Bremer LB	1	-	3	-
Commerzbank	3	3	-	-
Depfa	9	4	2	2
Deutsche Bank	3	5	-	1
EIB	6	10	-	7
Helaba	4	6	-	-
IBRD	-	7	-	1
Volkswagen Fin.	7	2	-	1

Zdroj: Bloomberg, k 22.10.2002

Největším emitentem je Evropská investiční banka, jejímž cílem je právě prostřednictvím dluhopisů v národní měně podpořit rozvoj lokálního trhu dluhopisů.

7.7. Závěry

Ačkoliv je absolutní i relativní (k HDP) velikost domácího trhu dluhopisů srovnatelná s jinými evropskými zeměmi (zejména Maďarsko a Irsko), ve srovnání s vyspělejšími a kulturně blízkými zeměmi (např. Rakousko) je stále spíše nepatrný. Při porovnání typu instrumentu pro financování soukromého i veřejného sektoru je zřejmé, že dluhopisy (včetně pokladničních poukázek) jsou ústředním nástrojem financování státu, zatímco v soukromé sféře hrají

dominantní roli úvěry. Tento stav je typický pro západoevropskou kulturu, ačkoli i v západní Evropě probíhá proces sekuritizace, který zdůrazňuje úlohu likvidních dluhových instrumentů. Při porovnání dluhopisů s akciemi je zřejmé, že dluhopisy si získaly dominantní pozici na burze v objemu obchodování a dohnaly akcie v tržní kapitalizaci. Výraznou převahu nad akciemi mají díky existujícím primárním emisím. Celkové obchodování na BCPP je však výrazně nižší než v zemích s vyspělým kapitálovým trhem. Do budoucnosti je pravděpodobná spíše širší kooperace či fúze s jinými evropskými burzami.

Stávající struktura domácího trhu podle typu emitenta je v porovnání se západními trhy poměrně srovnatelná (objem nestátních dluhopisů je přibližně shodný s objemem státních dluhopisů a mezi nestátními dluhopisy převažují finanční instituce). Je však pravděpodobné, že v nejbližších letech dojde spíše ke zvyšování objemu státních dluhopisů (s očekávaným růstem státního zadlužení) a struktura trhu se nakloní výrazně ve prospěch státních dluhopisů. Ani průzkum podnikové sféry nenaznačil vysoké možnosti k vyššímu množství podnikových emisí na domácím trhu, korunové nestátní emise tak mohou být posíleny spíše emisemi finančního sektoru nebo zahraničními emitenty.

Podíváme-li se na časovou strukturu trhu, průměrná doba do splatnosti se v posledních letech výrazně prodloužila – zejména díky změně struktury financování státního dluhu a nízkým úrokovým sazbám. Co se týče státního dluhu, nejdelší existující dluhopisy na trhu mají dobu do splatnosti 15 let, zatímco v zemích západní Evropy jsou běžné aukce i 30-letých státních dluhopisů. Při stávajících nízkých úrokových sazbách by prodloužení výnosové křivky státních dluhopisů mohlo být přínosné jak pro trh, tak pro řízení financování státního dluhu.

Na domácím trhu se objevují noví investoři z řad institucionálních klientů (především penzijní fondy a pojišťovny), jejichž poptávka by měla podpořit růst korunového trhu dluhopisů.

VIII. Závěr

Ačkoli má trh dluhopisů v České republice za sebou sice několikasetletou historii, jeho současná podoba a hlavní charakteristiky jsou především dílem období 90. let 20. století. Návrat tržních instrumentů do ekonomiky byl pravděpodobně rychlejší a zdárnější díky dlouhodobé historii v období před a za první republiky a rovněž díky geografické i kulturní blízkosti ekonomicky a tržně vyspělejších zemí.

Historicky doložený a používaný je i termín dluhopis, který je v současné době nejpoužívanějším termínem pro dluhový cenný papír dlouhodobějšího charakteru. V širším pojetí však mezi dluhopisy (v ČR) patří rovněž krátkodobější dluhové instrumenty – např. státní pokladniční poukázky a chápání pojmu dluhopis se tak může významně lišit.

Rovněž vnímání dluhopisu v makroekonomické rovině není vždy jednoznačné, jak přiblížila 3. kapitola. Na dluhopisy můžeme klasicky nahlížet buď jako na investice, které mají nižší likviditu a přinášejí úrokový výnos – a to především pokud jsou součástí portfolií cenných papírů držených do splatnosti – nebo jako na určitou formu peněz – zejména pokud jsou v portfoliích cenných papírů určených k obchodování. Moderní obchodní a zúčtovací systémy ukazují, že získávat likviditu pomocí určitých dluhopisů není příliš časově, ani technicky náročnější než hotovostí a dalšími formami krátkodobých aktiv, banky je tak i na domácím trhu mohou běžně používat při řízení likvidity.

Vývoj ceny a výnosu dluhopisů jsou přímo i nepřímo ovlivněny řadou faktorů ekonomického i neekonomického rázu. Mezi nejvýznamnější faktory na domácím trhu se zařadila měnová krize z května 1997, rozpad kabinetu z konce roku 1998 a finanční krize v jiných rozvíjejících se ekonomikách. Uvedené faktory, proměnlivost daňového režimu dluhopisů a celkového institucionálního rámce dokládají obtížnost vytváření analýz a jejich interpretace na domácím trhu. Odhady budoucího vývoje úrokových sazeb na domácím trhu jsou tak pravděpodobně silně determinovány výší úrokových sazeb v době odhadů.

Potvrdilo se, že zveřejnění makroekonomických dat má výrazný vliv na trh zejména tehdy, pokud se odlišovaly od očekávaných veličin a byly zveřejněny v „zajímavý“ tržní okamžik. Zatímco na rozvinutých trzích může být zpracování informace velmi rychlé – několik minut, vliv zveřejnění nových dat je na domácím trhu patrný částečně i následující den.

Nedokonalost domácího trhu dluhopisů není zřejmá jen z neefektivního zpracování informace a při tvorbě odhadů o vývoji sazeb a výnosů, domácí prostředí dobře charakterizuje popis a vazby mezi jednotlivými institucemi. Opět je zřejmé, že rozvoj domácího trhu dluhopisů byl

bržděn proměnlivostí podmínek (jak makroekonomických, tak nastavení daňového systému a legislativy). Na druhou stranu přispívá k rozvoji trhu působení zahraniční subjektů v domácí ekonomice (zejména etablováním v domácím finančním sektoru).

Působení zahraničních subjektů na domácím trhu naznačuje pozvolné začleňování domácí ekonomiky do západoevropských struktur. Výraznou změnou posledních let na evropském kontinentě bylo zavedení jednotné evropské měny ve vybraných ekonomikách. Vzhledem k tomu, že rovněž Česká republika usiluje o přijetí eura, je vhodné nejen sledovat probíhající změny na trhu dluhopisů, ale zároveň se současnými členskými zeměmi koordinovat legislativu, regulaci i technické záležitosti (jako např. aukce a emisní kalendáře státních dluhopisů). Zavedení eura mělo pozitivní vliv na oživení obchodování na trhu dluhopisů a používání dluhopisů jako nástroje financování podnikovou sférou. Je pravděpodobné, že podobné jevy by se objevily i při přijetí eura na domácím trhu.

Dosud je domácí trh poměrně vzdálen od stavu v západní Evropě – především co se týče velikosti trhu v nominální hodnotě i jako poměru k hrubému domácímu produktu. Během posledních třinácti let však udělal významný pokrok ve velikosti nejen v porovnání se státy EMU, ale i v porovnání s ostatními instrumenty financování. V současné době však již není příliš realistické očekávat další rozvoj v oblasti nestátních dluhopisů, ale především v oblasti dluhopisů státu. Státní emise mohou významně rozšířit trh novými emisemi, které mohou být vyšší v nominální hodnotě a delší v době do splatnosti (což by odpovídalo stavu a trendům v tržně vyspělejších zemích západní Evropy). Další rozvoj se však může objevit i v oblasti korunových eurodluhopisů (do doby přijetí eura v ČR) a to i díky rozvoji domácí investorské komunity.

V práci bylo použito více rozdílných ekonomických pohledů, které ne vždy na sebe plně navazují, nicméně poměrně často se rozvíjejí a doplňují. Podle mého názoru je velmi vhodné používat rozdílné ekonomické pohledy a směry zejména v případě, pokud se zabýváme ekonomickou problematikou procházející určitými změnami nebo reformou. Takovýchto oblastí je (nejen v České republice) stále poměrně velká řada.

IX. Literatura a další zdroje

- Beneš, Václav & Musílek, Petr: Burzy a burzovní obchody, Informatorium, Praha 1992
- Bernard & Bignano: European financial market integration: concepts, measurement and growth, BIS, 2001
- Borio, Claudio E.V. & McCauley, Robert N.: The Anatomy of the Bond Market Turbulence of 1994, BIS working paper no. 32, Basle, December 1995
- Cuthbertson, Keith: Quantitative Financial Economics: Stocks, Bonds and Foreign Exchange, Wiley, 1996
- Fabozzi, F.J.: Fixed Income Securities, Frank J. Fabozzi Associates, 1997, USA
- Fernandez-Ansola, Juan J. & Laursen, Thomas: Historical Experience with Bond Financing to Developing Countries, March 1995, IMF
- Fousek, František: Příručka ku čtení burzovních a obchodních zpráv v denním tisku, Národohospodářská knihovna, Praha 1922
- Dvořák, Vladimír: Financování podniků v ČR, prezentace při IES FSV UK, 4.6.2001
- Dvořák, Vladimír: Atraktivní jsou státní dluhopisy, Banky a Finance 4/98, Panorama Group
- Dvořáková, Anna: Trh dluhopisů v ČR a vyspělých ekonomikách (především EMU), grant Kultivace finančních trhů v ČR, 1999;
- Dvořáková, Anna: Trh dluhopisů v ČR v porovnání s jinými východoevropskými zeměmi, grant Kultivace finančních trhů v ČR II, 2000
- European Commission: Progress Report on National Issuing Calendars and Procedures for EU National Government Bills and Bonds, October 2000
- European Commission: Report by the Economic and Financial Committee (EFC) on EU financial Integration, No. 171, May 2002
- European Commission: Communication from the Commission: The euro area in the world economy – developments in the first three years, No. 46, July 2002
- Galati, Gabriele & Jeanneau, Serge & Widera, Rainer: Foreign exchange and derivatives market activity in 2001, Triennial Central Bank Survey, BIS, March 2002
- Galati, Gabriele & Tsatsaronis, Kostas: The impact of the euro on Europe's financial markets, BIS Working Paper no. 100, July 2001
- Giovannini Group: Co-Ordinated Public Debt Issuance In The Euro Area, 8.11.2000
- Harwood, Alison & others: Building Local Bond Markets (An Asian Perspective), IFC, Washington 2000
- Heinemann & Jopp: The benefits of a working European retail market for financial services: report to the European Financial Services Round Table, ZEW & IEP, 2002
- Jílek, J.: Finanční trhy, Grada Publishing, Praha, 1997
- Jílek, J.: Finanční rizika, Grada Publishing, Praha, 2000
- Johnson, Hazel J.: Financial Institutions and Markets – A Global Perspective, McGraw-Hill, Inc., 1993

- Koloušek, Jan: Cenné papíry, jich národohospodářský, veřejný a obchodní význam, Praha 1909
- Lannoo & Levin: The Securities Settlement Industry in the EU: Structure, Costs and the Way Forward, CEPS, 2001
- Leahy et al: Contributions of financial systems to growth in OECD countries, OECD Economic Department Working Paper, 2001
- Mejstřík, M. et al.: The privatization process in East-Central Europe: Evolutionary process of Czech privatization; Kluwer Academic Publishing, Norwell-Dordrecht-London, Massachusetts, 1997
- Ottův slovník naučný, 1888-1908, Praha
- Pearce, David W. & kolektiv: Macmillanův slovník moderní ekonomie, Victoria Publishing, Praha 1995
- Pekař, Josef: Dějiny československé, Akropolis - Agentura Tip Š, Praha 1991
- Pluhař, Radek: Úvěrové riziko dluhopisů a jeho charakteristiky, specifika domácích dluhopisů, Finance a úvěr 3/2001, Praha
- Půlpán, Karel: Nástin českých a československých hospodářských dějin do roku 1990, Karolinum, Praha 1993
- Reddy, Y V: Developing bond markets in emerging economies - issues and Indian experience, BIS Review 16/2002
- Sharpe, W.F. & Alexander, G.J.: Investice, Victoria Publishing, Praha 1994 (podle angl. vydání z roku 1990)
- Sutton, Gregory D.: Is There Excess Comovement of Bond Yields Between Countries?, BIS Working Paper no. 44, Basle, July 1997
- Upper, Christian & Werner, Thomas: How resilient are financial markets to stress? Bund futures and bonds during the 1998 turbulence; BIS Working Paper no. 12, 2001
- Vencovský, František a kolektiv: Dějiny bankovníctví v českých zemích, Bankovní institut, Praha 1999
- Webb, Robert I.: Macroeconomic Information and Financial Trading, Blackwell, Oxford 1995

Internet

- Bank for International Settlements (BIS) - <http://www.bis.org/index.htm> - *statistická data, publikace*
- Burza pro cenné papíry Praha (BCPP) - <http://www.pse.cz> - *finanční a statistická data, výroční zprávy, pravidla, terminologie*
- Česká národní banka (ČNB) - <http://www.cnb.cz> - *finanční a statistická data, výroční zprávy, reporty, pravidla pro primární prodej*
- Česká spořitelna (ČS) – <http://www.csas.cz> - *používaná terminologie*
- Československá obchodní banka (ČSOB) - <http://www.csob.cz> - *používaná terminologie*
- Český statistický úřad (ČSÚ) - <http://www.czso.cz> - *statistická data*
- Euroskop - www.euroskop.cz - *statistická data*

Evropská centrální banka - <http://www.ecb.int> - *finanční a statistická data, reporty a analýzy*

Evropská komise - http://europa.eu.int/comm/economy_finance - *finanční a statistická data, reporty a analýzy*

Federation of European Securities Exchanges (FESE) - <http://www.fese.org> - *finanční a statistická data*

Komerční banka (KB) - <http://www.kb.cz> - *používaná terminologie*

Komise pro cenné papíry (KCP) - <http://www.sec.cz> - *zprávy o činnosti a situaci na kapitálovém trhu*

Ministerstvo financí ČR (MFČR) - <http://www.mfcr.cz> - *statistická data*

National Bank of Hungary - <http://www.mnb.hu> - *statistická data*

National Bank of Poland - <http://www.nbp.pl/> - *statistická data*

Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD) - <http://www.oecd.org> - *statistická data*

Patria – <http://www.patria.cz> - *finanční a statistická data*

Bloomberg, Reuters – *data a zpravodajství*

ASPI – *zákony vztahující se k finančnímu trhu v ČR*