

Vydává **Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy v Praze ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR ve vydavatelství *Economia, a. s., Praha***

© Fakulta sociálních věd UK Praha

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

Tel.: (02) 22 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171

Fax: (02) 22 25 04 62

Šéfredaktor: Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.

Výkonná

redaktorka: Mgr. Renata Nováková

Publishers: Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague, in Cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR in Publishing House *Economia, Prague*

© Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: Zdeněk Tůma

OBSAH

Michal MEJSTŘÍK: Evoluční vývoj českého finančního trhu	597
Tomáš JEŽEK: Komise pro cenné papíry – její vznik, první kroky a plány	603
Jiří HAVEL: České kapitálové trhy – iluze a hořká skutečnost	608
Jiří BRABEC: Principy samoregulace UNIS ČR a budoucnost kolektivního investování v ČR	620
Miroslava DOSTÁLOVÁ – Luboš JANDA: Státní dluh a jeho aspekty	627
Josef JÍLEK: Současnost a perspektivy derivátů v ČR a ve světě	639
Sdělení pro čtenáře	668

CONTENTS

Michal MEJSTŘÍK: Evolutionary Development of the Czech Financial Market ...	597
Tomáš JEŽEK: The Czech Securities Commission – Its Foundation, First Steps and Plans	603
Jiří HAVEL: Czech Capital Markets – Illusions and Bitter Facts	608
Jiří BRABEC: Principles of Self-regulation of Union of Investment Companies of the CR and the Future of Collective Investment in the Czech Republic	620
Miroslava DOSTÁLOVÁ – Luboš JANDA: State Debt and Its Aspects	627
Josef JÍLEK: Derivatives in the CR and Abroad at Present and in Perspective ...	639

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

Ediční kruh: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Věra Kameníčková, CSc., Ing. Evžen Kočenda, PhD., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Karel Půlpán, CSc., Ing. Ondřej Schneider, MPhil. (zástupce předsedy), Ing. Miroslav Singer, PhD., Mgr. Kateřina Šmídková, MA, Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc. (předseda), Doc. Ing. Miloslav Vošvrda, CSc.

Redakční rada: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., PhD. Zdeněk Drábek, Ing. Petr Dvořák, Gabriel Eichler, Ing. Michaela Erbenová, PhD., Ing. Milena Horčicová, CSc., Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Prof. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Jonáš, Ing. Jan Klacek, CSc., Ing. Pavel Kysilka, CSc., Ing. Ivan Kočárník, CSc. (předseda), Ing. Jiří Kunert, Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Jan Mládek, CSc., Prof. Ing. Lubomír Mičoch, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, Doc. Ing. Zbyněk Revenda, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Doc. Ing. František Turnovec, CSc., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Prof. Dr. František Vencovský, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Státní dluh a jeho aspekty

Miroslava DOSTÁLOVÁ – Luboš JANDA*

1. Úvodem

Financování státního dluhu tvoří ve většině zemí podstatnou složku státních financí a zároveň se stává také podstatnou složkou finančního a kapitálového trhu. Jeho správě je tedy věnována značná pozornost. Česká republika není z tohoto hlediska žádnou výjimkou, tím spíše, že po transformaci skrytého dluhu na dluh otevřený se jeho výše bude pohybovat v řádu stovek miliard. Přesto ve srovnání s dalšími zeměmi je jeho výše v poměru k HDP poměrně nižší; ke konci roku 1997 činí 13,5 % HDP (např. Maďarsko 64,2 %, země EU v průměru 70,0 %) a bude relativně nízká i po započtení tzv. skrytého dluhu.

Přesto vzhledem k aktuálnosti tématu není od věci se v současné době na danou problematiku zaměřit a podívat se na některé aspekty státního dluhu a jeho správy.

Dluh ČR v nejširším pojetí je nyní definován jako hrubý dluh všeobecné vlády a skládá se:

- z dluhu centrální vlády,
- ze zadlužení státních fondů, zdravotních pojišťoven a FNM,
- ze zadlužení místních orgánů.

První dvě složky se dohromady nazývají dluh centrální vlády v širším pojetí. Vlastní dluh centrální vlády je složen z deficitu běžného hospodaření v příslušném roce – krátkodobý dluh – a z dlouhodobého dluhu. Dlouhodobý dluh se skládá z dluhu vnitřního a zahraničního. V tomto článku se budeme zabývat pouze dluhem vnitřním (domácím).

Na počátku 90. let byl státní dluh financován centrální bankou. Od roku 1990 stát začal vydávat k financování svého dluhu státní dluhopisy, od roku 1992 státní pokladniční poukázky (poukázky MF ČR). Určitá možnost krátkodobě financovat stát nadále zůstala v zákoně o ČNB; to je zde podrobněji rozvedeno v odstavci o právním rámci financování státního dluhu.

V tomto článku se budeme zabývat následujícími oblastmi:

- současný legislativní rámec upravující problematiku státního dluhu,
- transparentnost dluhu a zveřejňování souvisejících informací,
- popis současného trhu státních dluhopisů,
- správa státního dluhu, instrumentarium a možné dopady různých variant řešení.

* Ing. Miroslava Dostálová – Ing. Luboš Janda: ČNB – odbor řízení měnové politiky a finančních trhů

2. Financování státního dluhu – současný stav z pohledu legislativního

Dlouhodobý státní dluh je v současné době kryt emisemi krátkodobých státních pokladničních poukázek (SPP) se splatností do jednoho roku a rovněž emisemi střednědobých státních dluhopisů (SD) se splatností 2 a 5 let. Schodek běžného hospodaření je kryt pouze emisemi SPP.

Skončí-li hospodaření státního rozpočtu v předchozím roce deficitem, je tento deficit kryt emisemi SPP. Po schválení státního závěrečného účtu je pak zpravidla tento dluh přičleněn ke státnímu dluhu z minulých let a kryt emisemi SD. Tuto problematiku – tedy vydávání státních dluhopisů, krytí deficitu běžného hospodaření – upravuje několik zákonů.

2.1. Právní úprava

Právní úprava zahrnuje zákon o dluhopisech (zákon č. 530/1990 Sb. ve znění pozdějších předpisů), zákon o státním rozpočtu České republiky (pro r. 1998 zákon č. 348/1997 Sb.), zákon o České národní bance (zákon č. 6/1993 Sb. ve znění pozdějších předpisů) a zákon o pravidlech hospodaření s rozpočtovými prostředky České republiky a obcí v České republice (rozpočtová pravidla republiky - zákon č. 576/1990 Sb. ve znění pozdějších předpisů).

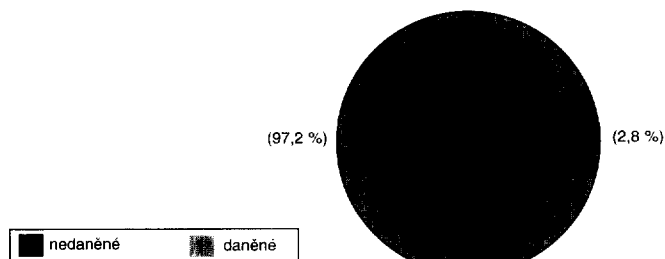
Zákon o dluhopisech definuje státní dluhopisy jako dluhopisy vydávané Českou republikou. Rozsah a doba splatnosti státních dluhopisů musejí být stanoveny zákonem, na jehož základě vydává Ministerstvo financí jednotlivé druhy státních dluhopisů a určuje jejich emisní podmínky, které se vyhlášují ve Sbírce zákonů. Do prodeje jsou státní dluhopisy dávány prostřednictvím České národní banky. Správu a splácení státního dluhu z titulu státních dluhopisů může Ministerstvo financí vykonávat přímo nebo prostřednictvím pověřeného subjektu. ČNB předkládá Poslanecké sněmovně stanovisko k navrhovanému vydání státních dluhopisů.

Zákon o státním rozpočtu stanoví maximální objem státních dluhopisů, který může MF na úhradu jistin státního dluhu vydat. Dále stanoví, že Ministerstvo financí může kryt případný schodek státního rozpočtu za předchozí rok vydáním státních dluhopisů se splatností do 1 roku.

Zákon o ČNB zakotvuje možnost poskytnutí krátkodobého úvěru formou nákupu státních pokladničních poukázek (splatných do tří měsíců od jejich nákupu) Českou národní bankou, přičemž objem těchto úvěrů nesmí překročit 5 % z příjmů státního rozpočtu v uplynulém roce. V důsledku současných trendů, a zejména v souvislosti s úpravou financování státního dluhu v EU však nedochází k financování státu ve smyslu tohoto zákona. Maastrichtská smlouva k tomuto problému uvádí, že centrální banka nesmí poskytovat úvěr státu v jakékoliv formě a v případě, že vede účty státního rozpočtu, ty musejí být odděleny od jejího financování a banka tedy nesmí vykazat debetní zůstatek.

Dále může Ministerstvo financí pověřit ČNB (na základě smlouvy a za úplatu) i vykonáváním činností spojených se správou, splácením a převody státních dluhopisů, s výplatou úroků z těchto dluhopisů, popř. dalšími požadovanými činnostmi.

Zákon o pravidlech hospodaření s rozpočtovými prostředky ČR a obcí v ČR opravňuje ministra financí, aby v případě dočasného nesouladu mezi příjmy a výdaji státního rozpočtu až do výše 6 % celkových výdajů schválených



pramen: ČNB

zákonem o státním rozpočtu na příslušný rok opatřil prostředky formou úvěru nebo prodejem státních pokladničních poukázek k tomuto účelu vydaných.

2.2. Daňové otázky

Daňové otázky jsou dalším výrazným a nikoliv nepodstatným faktorem ovlivňujícím financování státního dluhu, a to především transparentnost a tržní likviditu jednotlivých instrumentů. V této souvislosti nemá bohužel daňová politika naší země nejlepší pověst, neboť během posledních dvou let došlo několikrát k zásadní změně v danění použitých dluhopisů.

Před rokem 1997 byly státní dluhopisy z hlediska daňového zvýhodněny, neboť na rozdíl od jiných cenných papírů (dividendy v případě držby akcií, výnosy firemních dluhopisů) nepodléhal zdanění ani výnos z těchto dluhopisů, ani případný výnos z prodeje. Tyto emise státních dluhopisů byly velmi nelikvidní a ze strany nerezidentů o ně nebyl prakticky žádný zájem.

Zákonem č. 316/1996 Sb., kterým byl novelizován zákon č. 586/1992 Sb., o dani z příjmu, byly výnosy z držby státních dluhopisů zařazeny do příjmů podléhajících tzv. srážkové dani (25 %). O tyto nové emise vydané v roce 1997 začalo projevovat zájem zahraničí, a to zejména proto, že v důsledku zdaňování výnosu (kuponu) se umožňovala daňová arbitráž.

V současné době problematiku danění upravuje zejména zákon o dani z příjmu, č. 586/1992 Sb. ve znění pozdějších předpisů. Dani podléhají nejen vyplácené úrokové výnosy instrumentů vydaných po lednu 1998 (35 % v rámci daně z příjmu, přičemž je odváděna záloha ve výši původní srážkové daně), ale i výnosy z prodeje dluhopisů. Tato úprava se vztahuje na všechny dosud vydané státní dluhopisy. Určité odlišnosti v této oblasti však platí pro fyzické osoby.

Podíváme-li se na účinnost srážkové daně a na její efektivní výběr, je patrné, že je naprosto zanedbatelný, neboť právě na základě smluv o zamezení dvojího zdanění (nerezidenti) dochází k praní kuponu.

V současné době existují tři segmenty trhu:

- SD vydané před rokem 1997 – nedaněné,
- SD vydané v roce 1997 – s výnosem daněným 25% srážkovou daní,
- SD vydané po lednu 1998.

Tato situace rozhodně nepřispívá k podpoře zájmu investorů a k likviditě trhu již vůbec ne. Otázka zásadní daňové reformy také není od věci; to je avšak téma na zcela samostatnou diskuzi. Graf 1 srovnává objemy obchodů s daněnými a nedaněnými státními dluhopisy (likviditu) v tomto roce.

3. Transparentnost dluhu a zveřejňování informací

Jasně a přehledně vykazování státního dluhu patří k nutným podmínkám jeho transparentnosti; s tím zčásti souvisí i zájem investorů. Transparentní vykazování dluhu je však zejména vyžadováno různými mezinárodními organizacemi jako např. OECD a EU. Touto činností se může zabývat jak emitent (v tomto případě stát zastoupený MF), tak jakákoliv jiná organizace. Podstatné však je, aby používaná metodika byla naprosto kompatibilní, aby nedocházelo k různým interpretacím stejných údajů. Bez ohledu na to, kdo je touto činností pověřen nebo kdo se správou dluhu zabývá (správcem dluhu: stát – MF; centrální banka; pověřená specializovaná agentura), musí platit jedna základní zásada: "sovereign borrower" by měl být vždy stát.

V současné době je totiž struktura státního dluhu velmi specifická. Dluh je kryt emisemi dluhopisů nejen státu, ale také dalších institucí státem vlastněných, jako je např. Konsolidační banka, nebo je přímo financován centrální bankou. To nejen silně snižuje transparentnost dluhu (skryté financování) – a jeho důsledkem je pak mj. neznalost skutečného deficitu –, ale i zvyšuje náklady správy dluhu, neboť takovéto instituce mají i přes státní garanci nižší kredit.

Právě nutnost začít řešit otázky spojené s restrukturalizací a demonetizací skrytého státního dluhu byla důvodem, proč začala diskuze těchto problémů a problémů spojených i se správou dluhu. *Financování skrytého státního dluhu lze v podstatě rozdělit do dvou oblastí:*

- zdroje získané mimo ČNB (tedy získané z trhu),
- zdroje od České národní banky.

Otázkou financování zdroji mimo ČNB se nebudeme dále zabývat, neboť tyto zdroje jsou získávány v podstatě standardně z trhu a v případě restrukturalizace této části dluhu by se jednalo pouze o transformaci do nových emisí státních dluhopisů.

Klíčovým problémem je tedy vyřešení přímého financování skrytého státního dluhu od ČNB (tzv. demonetizace dluhu). ČNB nyní financuje přibližně 57 % tohoto dluhu. Rizika monetizace jsou totiž nejen v oblasti nesouladu s legislativou EU (viz legislativní rámec), ale i v jejich strukturálních a makroekonomických dopadech. Jedná se vlastně o tisknutí nových „inflačních peněz“. Dopad těchto operací pak centrální banka sterilizuje, ovšem v jiné struktuře. Podstatné je i to, že v režimu užívání úrokových sazeb jako nástroje pro realizaci měnové politiky nedochází ke sterilizaci vždy nutně ve stejném objemu. Specifickým problémem je i fakt, že stát se může snažit nutit centrální banku k financování za příznivějších než tržních podmínek. Tím dochází nejen ke snížení stimulace státu k obezřetnému hospodaření, ale také k netransparentnímu transferu nákladů ze státu na centrální banku.

Demonetizace dluhu by se optimálně měla uskutečnit prostřednictvím emisí státních dluhopisů, a to zejména z důvodu transparentnosti řešení; přitom by bylo vhodné preferovat emise denominované v Kč, a to mj. proto, že by tyto emise přispěly k rozvoji domácího kapitálového trhu. Některé další dopady emisí v cizí měně budou diskutovány dále. Podle odhadů by uvažovaný objem dluhu financovaný emisemi státních dluhopisů měl být absorbován trhem bez větších problémů.

4. Situace na trhu státních dluhopisů nyní

Krátká historie českého trhu se státními dluhopisy ukazuje, že přes zjevná omezení související s postupem ekonomické transformace se tento trh (především trh dluhopisů s delší splatností) stal jedním z vůdčích faktorů určujících rozvoj českého kapitálového trhu a také jednou z jeho nejkvalitnějších komponent. Nabízí v podstatě standardní infrastrukturu, kvalitní cenotvorbu, bonitní a na české poměry likvidní aktiva. Rozsah trhu, vzhledem k HDP malý (objem vydaných a dosud nesplacených SPP byl k 30. 7. 1998 93 mld. Kč a SD 65 mld. Kč, HDP k 30. 6. 1998 1 683,8 mld. Kč), je přitom určován obezřetnou fiskální politikou, která nevytváří vysoké deficity státního rozpočtu.

V současné době existují na trhu dva druhy státních dluhopisů – státní pokladniční poukázky se splatností do 1 roku a střednědobé státní dluhopisy se splatností do 5 let (de facto se emitují pouze dvě splatnosti – 2, resp. 5 let). Ke každému z uvedených druhů dluhopisů existují závazná pravidla pro jejich prodej. U obou byla také jako fiskální agent stanovena ČNB. Všechny státní dluhopisy jsou dematerializované (s jedinou výjimkou – povodňových dluhopisů).

4.1. Trh krátkodobých státních dluhopisů

SPP jsou krátkodobý cenný papír peněžního trhu, který Ministerstvo financí ČR používá nejen pro krytí potřeb financování státního dluhu, ale také jako likvidní instrument pro účely řízení hotovosti, tedy pro potřeby financování krátkodobého nedostatku nebo naopak uložení přebytku prostředků na účtech MF ČR vedených u ČNB (operace typu „sell-and-buy-back“ na sekundárním trhu). SPP jsou rovněž přijímány ČNB od obchodních bank jako kolaterál pro repo operace.

U SPP je primární trh organizován na základě Pravidel pro primární prodej krátkodobých dluhopisů organizovaný ČNB. Tato pravidla jsou vytvářena po konzultacích s MF a mimo jiné stanovují práva a povinnosti tzv. přímých účastníků (vybrané skupiny bank, v případě SD pak rovněž obchodníků s cennými papíry), jejichž prostřednictvím se SPP umísťují na trh formou holandských aukcí. SPP ke krytí dlouhodobého dluhu jsou vydávány podle emisního kalendáře publikovaného vždy začátkem každého kalendářního roku s tím, že určité změny jsou emitentovi vyhrazeny.

Vypořádání obchodů se provádí v systému TKD (trhu krátkodobých dluhopisů), a to od roku 1992. Tento systém slouží nejen k vypořádání obchodů uskutečněných na primárním i sekundárním trhu, ale i k registraci emisí, majitelů, obchodníků a klientů a ke konečnému vypořádání při splatnosti. V současné době je to v České republice jediný operující systém DVP (delivery versus payment) a umožňuje tak minimalizaci rizika z vypořádání na nejnižší možnou úroveň. TKD funguje na členském principu; to znamená, že pouze členové tohoto systému (banky, ale i nebankovní subjekty) mají veden účet cenných papírů v TKD a mohou v tomto systému obchodovat.

4.2. Trh střednědobých státních dluhopisů

SD jsou jedním z nejlíkvnějších instrumentů kapitálového trhu, ale ve srovnání např. s trhem SPP je likvidita tohoto segmentu stále poměrně nízká

TABULKA 1

	SPP	SD
nominále	1 000 000 Kč	10 000 Kč
standardní objem emise	5 mld. Kč	5 mld. Kč
standardní splatnosti	4, 13, 26, 39 a 52 týdnů	2 a 5 let
aukce	2-3krát měsíčně, holandská	1krát za čtvrtletí, americká
úrokový výnos	diskontovaný papír	kupon odvozený z výsledků aukce, vyplácen ročně
báze pro výpočet výnosů	act/360	30/360
registrace emise	TKD	SCP
sekundární trh	OTC, vypořádání v TKD	BCPP, RMS, OTC-obchody
administrátor	ČNB	vybírán MF ze skupiny obchodních bank pro každou emisi

(průměrný denní obrat SD činí 0,714 mld. Kč, zatímco u SPP 3,787 mld. Kč – červen 98), přičemž segment SPP je přibližně o polovinu větší. Výnosem u státních dluhopisů je zpravidla pevný kupon a je vyplácen ročně. SD vydává MF pro účely krytí dlouhodobého státního dluhu a rovněž na krytí mimořádných výdajů, jako byly např. výdaje v souvislosti s povodněmi.

SD jsou na trh umísťovány formou amerických aukcí a primární prodej je organizován obdobně jako u SPP (na základě Pravidel pro prodej střednědobých státních dluhopisů). Rozdílem oproti SPP je ustanovení funkce administrátora jednotlivé emise, který je vybírán ze skupiny bank Ministerstvem financí a je pověřen zaknihováním SD u SCP na základě výsledků aukce, inkasováním peněz, výplatou kuponů a jistin.

Emise SD jsou prováděny rovněž na základě pevného emisního kalendáře a vydávají se 4krát ročně, a to vždy jednou za tři měsíce v pravidelně se střídajících splatnostech 5 a 2 roky. Tyto státní dluhopisy tvoří významnou část tzv. benchmarku (referenční hladiny výnosů) trhu.

Srovnání obou instrumentů umožňuje *tabulka 1*.

5. Správa státního dluhu, volba instrumentaria

Pod pojmem správa státního dluhu je třeba zároveň chápat několik činností. *Počátečním bodem*, ze kterého je nutné vycházet, je *stanovení objemu dluhu* a jeho struktury, což by mělo být v případě státního dluhu nezastupitelnou úlohou Ministerstva financí. Problematiku správy dluhu je pak možné diskutovat z několika hledisek, přičemž financování státního dluhu chápeme pouze jako financování prostřednictvím trhu a základem jsou tedy emise státních dluhopisů. Těmito hledisky jsou:

- časová struktura dluhu,
- stanovení měny, ve které bude dluh vydáván,
- výběr instrumentaria,
- primární trh a související služby,
- optimalizace správy/řízení dluhu, důvody, možnosti.

5.1. Časová struktura dluhového portfolia

Analýza časové struktury dluhového portfolia je významným aspektem správy státního dluhu. V této souvislosti je rovněž třeba brát v úvahu nejen strukturu příjmů, ale také situaci na finančním a kapitálovém trhu a stav ekonomiky jako celku (dostupnost jednotlivých instrumentů, jejich likvidita, která výrazně a úměrně souvisí i s výší emitovaného objemu a pravidelností emisí, tvar úrokové a výnosové křivky, předpokládaný vývoj inflace apod).

Důležitým kritériem by měla být možnost využít emisí státního dluhu pro vytvoření benchmarku, tedy klást důraz na tzv. benchmarkové emise oproti tzv. oportunistickému (příležitostnému) vydávání emisí státních dluhopisů. To hraje významnou roli při etablování na trhu, a to zejména u nás, kdy se trh především ve středně- a dlouhodobé části křivky teprve vytváří. V současné době, jak již bylo zmíněno, stát vydává dvě benchmarkové emise střednědobých splatností a plán financování státního dluhu tvoří prakticky pouze emisní kalendáře SPP a SD, které se připravují vždy na daný rok.

5.2. Stanovení měny, argumenty „pro a proti“ emisím v cizí měně

Určitým pravidlem by mělo být, že měna, ve které se bude dluh vydávat, by měla být stejná jako ta, kterou produkuje příjmy, resp. většina příjmů. Výjimku tvoří případy, kdy i přes zajištění se proti rizikům je emise v jiné měně výhodnější (viz např. rakouský stát a korunové eurobonds).

Motivací pro získání zahraničního financování může být jednak značná dostupnost velkého objemu fondů v libovolné struktuře splatností, neboť mimo „krizových dob na emerging markets“ trh zřejmě nebude mít problém zajistit stovky milionů USD ekvivalentu, ale zejména cena těchto fondů v nominálním vyjádření (tzn. kupon obligací). Tato varianta ovšem znamená, že kurzové riziko nebude ošetřeno, neboť v případě zajištění (např. FX-swapy) se náklady financování zvýší.

Produkty, které lze pro zajištění kurzových rizik použít, v sobě nutně zahrnují nejen náklady na pokrytí rizika (např. plné dorovnání úrokového diferenciálu znamenající v podstatě srovnání podmínek úrokových nákladů v obou měnách), ale i tržní rozpětí cen (spread) a v neposlední řadě také marži ve formě prémie, jež vyplývá z ratingu (v tomto případě státu) a představuje určitou cenu, která je placena nad cenu mezibankovního trhu (v domácí měně to nenastává nikdy, protože obecně platí, že stát je v dané měně nejlepším dlužníkem).

V této souvislosti je třeba zmínit potenciální dopad emisí v cizí měně i z měnového hlediska. Z tohoto hlediska je v podstatě irelevantní, zda je emise v cizí měně, anebo měně domácí, pokud je odkoupena nerezidenty. Ti si domácí měnu pro nákup dluhu musejí obstarat (prodejem cizí měny na trhu) a měnový dopad pak bude obdobný jako u emisí v cizí měně, protože stát musí vypůjčenou cizí měnu rovněž prodat do korun. Ovšem nikoliv ve stejném rozsahu, neboť emise v cizí měně nákup dluhu zahraničními investory stimuluje a pravděpodobně tedy nerezidenti odkoupí větší část dluhu než v případě denominace dluhu v domácí měně. Budeme tedy pouze uvažovat následující dvě varianty potenciálních dopadů:

– Tyto devizy se prodají na devizovém trhu, což při uvažovaném objemu v řádu stovek milionů USD bude mít značný dopad na změnu kurzu, a to jednak z důvodu asymetrie informace, jednak z důvodu velkého objemu operace. Analogicky tomu bude při splácení dluhu a konverzi korun do cizí měny. Uvedené změny kurzu mohou být riskantní pro stabilitu ekonomiky.

– Provedení této konverze měn proti rezervám ČNB. ČNB devizy odkoupí (za „tržní kurz“), a tím navýší devizové rezervy, a obdobně při splatnosti. Tato operace bude mít dopad nejen na devizový trh, ale i na peněžní zásobu. Z makroekonomického hlediska se totiž (při konverzi z cizí měny) jedná v podstatě o emise korun. V důsledku nákladů na sterilizaci takto vzniklé likvidity to má pak negativní dopad na celkové náklady financování dluhu.

Obě varianty mají tedy značný dopad nejen do celého finančního trhu, ale zprostředkovaně i do měnové oblasti a představují ve srovnání s refinancováním se v domácí měně naprosto zbytečnou komplikaci.

Financování dluhu by tedy zcela jednoznačně mělo probíhat v domácí měně. Otázkou tedy může zůstat pouze to, zda struktura domácího trhu je dostatečná pro uvedený rozsah a strukturu operací, nebo zda je efektivní použít na její část emisi denominovanou v korunách, ale vydanou na zahraničním trhu (standard eurokorun).

Emise obligací může být provedena podle dosavadního postupu – tj. podle českého práva –, může být registrována v SCP atd. nebo lze provést emisi podle „eurokorunového standardu“, tj. registrovanou v Euroclearu, řídící se anglickým právem a nejčastěji uvedenou na trh syndikátem zahraničních bank.

Motivací pro tyto úvahy je nižší očekávaný náklad získaných fondů, neboť v současné době výnosy domácích korunových obligací převyšují výnos jejich eurokorunových protějšků. Při úvahách o těchto variantách je však třeba zvážit, že současný trh eurokorunových obligací – jakkoliv se jeho objem přiblížil až k 100 mld. Kč –, je specifický, arbitrážemi řízený trh, kdy pohyb emisí je určován ve zcela převažující míře podmínkami swapového trhu. To však není situace vhodná pro financování státního dluhu, neboť zde jde o zajištění stabilního nástroje financování dluhu, a nikoliv o využívání „window opportunities“ (příležitostné vydávání při nastalé vhodné situaci na trhu), což je pro eurokorunový trh typické.

Dalším aspektem je nejen vyšší cena obchodování pro tuzemské investory, která by zřejmě jejich zájem omezila, ale i odlišné danění. Úspěch a cena emise by se pak více odvíjely od poptávky investorů zahraničních, jejíž vývoj je méně stabilní a je méně provázan s ekonomickou situací v ČR a naopak reaguje citlivě na změnu klimatu na segmentu „emerging markets“, tedy i na situaci v zemích, které jsou mnohdy od ČR naprosto odlišné a na jejichž vývoj pochopitelně náš stát ani ČNB nemohou mít žádný vliv.

Na závěr argumentů podporujících emise v domácí měně je třeba zmínit i další a v našich podmínkách mnohem významější faktor, a to *použití státního dluhu k vytvoření a podpoře domácího trhu a jeho likvidity.* Toho lze dosáhnout v plné míře pouze emisemi dluhopisů v domácí měně (navíc ČR bylo nedávno zvýšeno právě ratingové hodnocení dluhu v domácí měně).

5.3. Výběr instrumentaria pro financování státního dluhu

Hlavními kritérii zvažovanými při výběru typu instrumentu by měla být likvidita, vytváření benchmarku trhu, zájem potenciálních investorů a rovněž předpokládaný vývoj ekonomiky, resp. ekonomických ukazatelů. Ze

strany státu je však výběr značně omezen a můžeme tedy uvažovat pouze dva základní typy – kupon nesoucí dluhopis a “zero coupon bond” (diskontovaný dluhopis).

Určité dilema představuje otázka dluhopisů s fixním výnosem oproti dluhopisům s proměnlivým výnosem vázaným na inflaci (indexované dluhopisy). Tyto dluhopisy totiž představují pro investory eliminaci rizika inflace a v důsledku toho není požadováno zakomponování do výnosu inflační prémie, znamenající pro dlužníka – stát – úsporu.

Avšak argument podporující vydávání indexovaných dluhopisů jako levnější varianty financování neplatí vždy. Vzhledem k tomu, že diskutovat tento problém obecně (např. úvahy o inflačních očekáváních) není naším zájmem, podívejme se pouze na poměrně významné omezení hovořící proti emisím indexovaných dluhopisů u nás. Na trhu totiž neexistuje jiný instrument vázaný na inflaci a lze se tedy proti rizikům jen těžko zajistit. Potenciálními investory do těchto dluhopisů by teoreticky mohly být penzijní fondy, ale tento systém není zatím v našich podmínkách pro uvedené účely dostatečně rozvinutý.

Rovněž ze zkušenosti ze zahraničí je zřejmé, že argumenty „pro“ nejsou zcela jednoznačné a nelze tedy jasně tvrdit, že i ve stabilních ekonomikách znamená použití indexovaných dluhopisů výhodnou cestu.

5.4. Primární trh a další služby

Při uvádění instrumentu na trh je nutné monitorovat vývoj trhu jako celku a preference investorů, a to ne pouze u daného instrumentu, ale také u jeho možných substitutů a ostatních produktů. *Důležitým faktorem je nastavení vhodné ceny* (výnosu) tak, aby se pokud možno celý objem prodal; za určitých okolností však může být vhodné emise uskutečnit i za cenu (výnos), kdy dojde ke 100% odkupu emise emitentem. Tento postup má význam obzvláště u středně- a dlouhodobých splatností, kdy je žádoucí dodržovat fixní emisní kalendář, protože to trh zřehledňuje, udržuje jeho vysokou likviditu a umožňuje jeho další vývoj (např. stripování¹).

Významnou roli zde hrají především náklady financování. V případě krátkodobého výkyvu trhu (nárůstu výnosů) by stanovení vyššího výnosu podle dané aktuální situace na trhu, a to zejména u delších splatností, v budoucnu mohlo znamenat výrazně vyšší náklady na financování dluhu. Proto by zřejmě plánování emisí v delším časovém horizontu (komplexnější plán financování dluhu) mohlo přispět i k tomu, že by se emise nemusela uskutečnit „za každou cenu“ (např. z důvodu naléhavé potřeby zdrojů). Vždy by bylo a i nyní je možné následně, jakmile se po určité době situace na trhu stabilizuje, prodat dluhopis formou tendru na sekundárním trhu.

V této souvislosti je třeba se zmínit o problematice reopeningu vydaných emisí, tedy znovuotevření emise za stejných podmínek. Reopening vydaných emisí státních dluhopisů v současné době umožněn je, tato možnost je zmiňována v emisním kalendáři i obecných emisních podmínkách. Ne vždy je tento postup však výhodný či vhodný. Obzvláště při snaze použít emise

¹ rozložení jednotlivých vydaných dluhopisů na roční diskontované dluhopisy umožňující skládáním a rozkládáním těchto částí vytvoření syntetických dluhopisů, čímž lze produkt výhodněji strukturovat podle individuálních potřeb investorů, jež si mohou lépe optimalizovat své portfolio

SD pro vytvoření benchmarku může tento postup znamenat pravý opak – oportunistické vydávání –, a tím vytvoření nerovnoměrné struktury emisí.

Hovoříme-li o primárním trhu, nelze se alespoň velmi stručně nezmínit o investorech jako jeho nedílné součásti. Členění skupiny investorů obecně lze provést z několika hledisek:

- domácí vs. zahraniční investoři
- banky vs. nebankovní subjekty
- retailový prodej (drobní investoři) vs. institucionální investoři

Vzhledem k tomu, že by diskuze dopadů (především měnových) v případě odkupu emise různými skupinami investorů vybočila z rámce tohoto článku, nebudeme tento aspekt dále podrobněji rozebírat. Úvahy o variantách řešení, zda preferovat retailový prodej, nebo velké investory, by byly rovněž na samostatnou diskuzi, neboť u obou možností lze nalézt určitá „pro a proti“.

Mezi služby, které je nutné vykonávat v souvislosti s danou technickou povahou vydaného instrumentu, patří především registrace majitelů, správa poplatků, výplaty kuponů, splácení jistin a daňové otázky, které spočívají ve srážkách a odvodech daní, popř. jejich vratkách, pokud na ně má daný subjekt nárok (ať již ze zákona, nebo z titulu mezinárodních dohod o zamezení dvojího zdanění). Za tyto činnosti je odpovědný administrátor emise, tedy u nás v případě SPP Česká národní banka a u SD pověřený administrátor z okruhu obchodních bank.

5.5. Optimalizace správy/řízení státního dluhu

Zmiňme se napřed pouze krátce o tzv. „cash managementu“ (řízení hotovosti), který v podstatě tvoří jednu ze složek řízení státního dluhu a spočívá v „doladování“ stavu účtů běžného hospodaření operacemi na sekundárním trhu tak, aby se zabránilo zbytečným problémům vznikajícím z nedostatku zdrojů, resp. aby došlo k dosažení co nejvýhodnějšího zhodnocení přebytků. To samozřejmě předpokládá znalost hotovostního toku (cash flow) daného subjektu, státu. V současné době jsou Českou národní bankou pro MF ČR prováděny pouze operace typu „sell-and-buy-back“ státních pokladničních poukázek na velmi krátké periody (několik dnů), sloužící pouze k doladění denní pozice státní pokladny. Vzhledem k tomu, že to je téma na zcela samostatné pojednání, nebudeme se jím dále zabývat.

Mezi možnostmi, jak dále zefektivnit a optimalizovat správu dluhu, a tedy především možnosti snížení nákladů financování, patří různé *produkty derivátového trhu*. Jsou to např. úrokové swapy, kdy stát může za určitých okolností využít situace a vyměnit fixní úrokovou sazbu za proměnlivou (neboť on platí také fixní sazby – kupony), FRA umožňující zafixování úrokových sazeb do budoucna apod. S tím souvisí samozřejmě i nutná smluvní úprava vztahů s protistranami.

Další možnostmi jsou *nákupy a prodeje dluhopisů na sekundárním trhu* umožňující v době přebytku odkoupit vlastní dluh, a tak na tuto dobu ušetřit úrokové náklady. Posledně jmenovaný postup navíc přímo vybízí k možnosti takovýmito operacemi ve spojitosti s novými emisemi dluh restrukturalizovat. To je žádoucí obzvláště v době, kdy to podmínky na trhu umožňují, popřípadě dokonce vyžadují (pozitivní vývoj ekonomiky, změna úrokové a výnosové křivky).

Mezi další faktory, které mohou snižovat náklady, patří i *zavádění nových instrumentů*, jako je např. možnost stripování dluhopisů, které činí tento

trh dále likvidnějším. To však mimo jiné předpokládá dlouhodobou stabilitu právní úpravy daní (vyplývá z podstaty).

6. Závěrem

Správa státního dluhu je poměrně náročnou záležitostí a je tedy nutné k ní z tohoto hlediska přistupovat. V současnosti ne všechny činnosti jsou na patřičné úrovni a je možné zde nalézt některé nedostatky – nestabilní daňové prostředí, struktura splatností převážně na krátkém konci křivky, malé objemy emisí.

Právě tato doba, kdy Ministerstvo financí sáhlo k inventuře vládních financí s cílem restrukturalizovat financování státu a demonetizovat dluh financovaný přímo centrální bankou, by mohla být vhodná pro zamyšlení se nad revizí současné správy dluhu tak, aby se řízení státního dluhu zkvalitnilo a učinilo transparentnějším. Navíc navýšení emisí státních dluhopisů denominovaných v korunách a rovněž větší rozložení struktury splatností dluhopisů a emise delších splatností (např. 10 let) by významně napomohly rozvoji domácího kapitálového trhu.

LITERATURA

Zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 348/1997 Sb., o státním rozpočtu České republiky pro rok 1998.

Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 576/1990 Sb., o pravidlech hospodaření s rozpočtovými prostředky České republiky a obcí v České republice (rozpočtová pravidla republiky), ve znění pozdějších předpisů.

Při zpracovávání podkladových materiálů byly dále čerpány poznatky z diskuzí a dokumentů prezentovaných na:

8th OECD Workshop on Government Securities Markets and Public Debt Management in Emerging Markets (Bratislava, 21.–22. května 1998)

EU Accession and Sovereign Debt Management – Central European Workshop (Brusel, 15.–16. prosince 1997)

SUMMARY

State Debt and Its Aspects

Miroslava DOSTÁLOVÁ – Luboš JANDA: Czech National Bank

Currently, problems of restructuring and demonetization of government debt are being discussed in connection with the so-called „hidden government debt“. As this should be done through the issuing of government bonds, problems regarding debt management itself should be also taken into consideration. The authors describe the current situation of government debt in the Czech Republic (legal framework, treasury bonds market, instruments used) and outline some types of instruments and procedures that might be used for effective debt management. The ideas discussed can be summarized as follows:

- Establishment of a complex debt refinancing plan (amount of debt, its term structure, issuance timetable)
- Domestic currency issuance
- Benchmark issuance
- Fixed coupon rather than index-linked bonds
- Larger amount of an issue rather than small (above CZK 5 bil.)
- Larger maturity structure (e.g. 10 years maturity)