

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

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo: 24 21 00 25, l. 361

Fax: 253 728

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

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

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2

Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

Ivan KOČÁRNÍK—Josef TOŠOVSKÝ: První rok samostatné České republiky z pohledu fiskální a měnové politiky 557
Jiří KINKOR: Co se zděděným státním dluhem? 560
Josef MERVART: Měnové aspekty státního dluhu 568
Jaroslav DAŇHEL: Současná situace na pojistném trhu v ČR 581

Recenze

Zdeněk TŮMA: Makroekonomie pro Evropany (Michael Burda—Charles Wyplosz) 587

Z historie

Stanislava PŮLPÁNOVÁ—Karel PŮLPÁN: Nástin vývoje peněz a měny na našem území do roku 1945 — 1. část 590

Informace

Milena HORČICOVÁ: Co vše můžeme chtít od státní statistiky? 596
Přečetli jsme za Vás 598
Informace pro čtenáře 599

Přehled — Survey

Měnová politika a měnový vývoj v 1. pololetí 1993 600
Monetary Policy and Monetary Development in the First Half of 1993 (anglicky) 609

Uprostřed čísla:

Celoroční rejstřík časopisu *Finance a úvěr* za rok 1993

CONTENTS

Ivan KOČÁRNÍK—Josef TOŠOVSKÝ: The First Year of the Independent Czech Republic in the View of the Monetary and Fiscal Policies 557
Jiří KINKOR: What about the Inherited Government Debt? 560
Josef MERVART: The Monetary Aspects of State Debt 568
Jaroslav DAŇHEL: Present Situation in the Insurance Market in the Czech Republic 581

Book-Review

Zdeněk TŮMA: Macroeconomics — a European Text (Michael Burda—Charles Wyplosz) 587

History

Stanislava PŮLPÁNOVÁ—Karel PŮLPÁN: The Outline of the Development of Money and Currency on our Territory till 1945 (1st Part) 590

Information

Milena HORČICOVÁ: What All Can Be Expected of Statistics? 596

Survey

Monetary Policy and Monetary Development in the First Half of 1993 (in Czech) 600
Monetary Policy and Monetary Development in the First Half of 1993 (in English) 609

In the middle of this issue:
Journal Year Index for 1993

Some comments on methodological issues of public debt accounting are made in order to evaluate the public attitude towards possible course of the debt reduction. From future policy options, a reduction of the debt/GDP ratio is suggested through stable real output growth coupled with the strict application of the balanced-budget rule. The inherited fiscal and monetary discipline in the Czech Republic is considered an outstanding opportunity or keeping the debt under firm control without resorting to painful fiscal measures.

Finally, some simple debt algebra is outlined and proposed to be applied in setting any specific debt policy objective.

DT: 336.3; 336.1/5; 336 (437)

Měnové aspekty státního dluhu

Josef MERVART*

Vznik státního dluhu a jeho rizika

V demokratických tržních ekonomikách je uplatňován princip kontroly hospodaření vlády parlamentem, což vyžaduje, aby:

- státní rozpočet zahrnoval všechny operace vlády anebo aby parlament mohl kontrolovat hospodaření vlády i na mimorozpočtových účtech¹;
- vládní návrh rozpočtu byl předem projednán parlamentem a byl schvalován jako závazná norma. V souladu s tím v SRN projednává vládní návrh rozpočtu Spolkový sněm (Bundestag) a výsledný podrobný dokument (kolem 70 stran) přijímá jako Gesetz über die Feststellung des Bundeshaushaltplans für das Haushaltjahr . . . (Haushaltgesetz). Zákon obsahuje vymezení hlavních položek příjmů a výdajů rozpočtu a také způsob financování předem známého deficitu. Zákon o státním rozpočtu ČR na rok 1993 přijala ČNR 19. 12. 1992 a ve sbírce vyšel pod č. 10/1993. Státní rozpočet má vyrovnané příjmy a výdaje ve výši 342,2 mld. Kč a zákon zmocňuje ministra financí vydat státní obligace do výše 8 mld. Kč;
- parlament po skončení fiskálního roku projednal a schvaloval zprávu vlády o výsledcích plnění státního rozpočtu. U nás se sestavovala z podkladů o pokladním plnění státního rozpočtu do 31. 12. s tím, že je možné je doplnit — podle rozpočtových pravidel — o další položky do stanoveného termínu (zatím 15. 1. následujícího roku).

Státní rozpočty vykazují během roku výkyvy v plnění příjmových i výdajových položek. Jejich průběžná salda během roku poskytují přebytky nebo deficity, které státní pokladna buď krátkodobě investuje do snadno likvidních aktiv (depozit), nebo využívá zákonného zmocnění ministra financí k vydání pokladničních poukázek k financování deficitu. U vyrovnaného rozpočtu se krátkodobé přebytky a deficity během fiskálního roku vyrovnávají a výnosy z aktiv umožňují hradit náklady spojené s emisí pokladničních poukázek.

* Doc. ing. Josef Mervart, CSc., pracovník Institutu ekonomie ČNB

Redakce příspěvek obdržela 23. 7. 1993.

¹ Dále uváděný zákon č. 10/1993 vymezuje mimořádné úhrady z prostředků Fondu národního majetku.

Financování deficitu státních rozpočtů se většinou realizuje emisemi státních obligací, vydávaných na období odpovídající možností jejich splácení. Po dobu svého oběhu vyvolávají náklady obsluhy dluhu, které u států s vysokým podílem dluhu na HDP znamenají velkou zátěž státního rozpočtu², jež často vede ke vzniku sekundárního dluhu.

Vznik a růst sekundárního státního dluhu představují hlavní riziko státního zadlužení. S ním je spjato další riziko, že potřebné emise státních obligací pro financování celkového státního dluhu přesáhnou absorpční kapacitu finančního trhu. V tomto případě může státu vypomoci centrální banka³, jejíž nákupy státních obligací financované z přímých rezerv anebo přímou emisí peněz zvyšují množství peněz v ekonomice s příslušnými inflačními tlaky. Druhá možnost tkví v zahraničním zadlužení, o kterém bude zmínka dále.

Emise a umístování státních papírů představují v současnosti hlavní nástroj manipulace se státním dluhem; proto bývá tento nástroj zákonně upraven a využíván za pomoci speciálních agentů vlády (většinou centrální bankou). U nás tato funkce fiskálního agenta vlády vyplývá ze zákona č. 6/1993, o ČNB, v jehož znění dává ČNB do prodeje státní dluhopisy a z pověření Ministerstva financí může zabezpečovat i následné operace spjaté s vydanými obligacemi (výplata úroků, splácení obligací ap.). Vedle toho může centrální banka obchodovat se státními obligacemi na sekundárním trhu na vlastní účet a v souladu se svými měnovými cíli.

Státní obligace jako hlavní nástroj manipulace se státním dluhem

Každá vláda se může — jako kterýkoli jiný subjekt — obrátit v případě nedostatku finančních prostředků na bankovní sektor se žádostí o půjčku. Jde-li o vládu konsolidovaného státu, představuje bonitního dlužníka s velkou kredibilitou, který proto může využít výhodnější formu úvěrování, jež spočívá v emisi a prodeji státních dluhopisů. O nákup jistých cenných papírů projevují zájem nejen investoři z bankovního sektoru, ale i podnikatelé, domácnosti a další subjekty. Motivuje je nízké riziko spjaté s držbou majetku v této podobě a snadná přeměna v peníze, odvozená od jejich snadné prodejnosti.

Obě uvedené přednosti umožňují emitentovi stanovit úrokovou sazbu na nižší úrovni, než kterou by musil platit v případě bankovního úvěru — za předpokladu, že emise obligací odpovídá absorpční kapacitě finančního trhu, na kterém má být umístěna. Rozměr této kapacity je dán především rozvinutostí finančního trhu; lze ji však rozšiřovat i zvýhodněním podmínek emise, v nichž důležité místo zaujímá právě výše úrokové sazby.

Ohromná absorpční kapacita finančního trhu v USA umožnila federální vládě financovat svůj rostoucí státní dluh emisí a umístěním státních obligací, jejichž celková hodnota v oběhu se za 13 let zvýšila pětkrát. Údaje o vývoji a způsobech financování státního dluhu v USA a SRN uvádí *tabulka č. 1*.

Státní orgán pověřený emisí státních obligací⁴ (ministerstva financí, v USA Treasury) může jejich konkrétní podmínky (splatnost, úrokovou sazbu, obchodovatelnost) přizpůsobit specifickým potřebám individuální emise, ale vychází při tom z ustálených základních druhů těchto papírů. Tyto druhy cenných papírů se od sebe liší splatností, vymezením dlužníka a obchodovatelností.

² Náklady obsluhy dluhu představovaly v USA v roce 1992 23 % výdajů federálního rozpočtu.

³ Do února 1992 přetrvávala u nás z předchozího režimu možnost běžného úvěrování vlády centrální bankou, což již zákon o SBČS od 1. února 1992 nepřipouští.

⁴ kterou může provádět prostřednictvím pověřených agentů, tj. např. ČNB v našem případě

TABULKA č. 1 Státní dluh a jeho financování v USA a SRN

USA [mld. USD]	1975	1980	1985	1986	1987	1988
dluh federální vlády	533,2	907,7	1 823,1	2 125,3	2 350,2	2 651,7
dluh krytý záročenými papíry ^a	532,0	906,0	1 821,0	2 122,7	2 348,0	2 634,0
dluh včetně místních orgánů (veřejný dluh celkem)	756,0	1 247,0	2 379,0	2 776,0	3 057,0	.
SRN [mld. DEM]	1979	1986	1988	1990	1991	
dluh spolkové vlády ^b	189,7	402,8	480,0	542,2	585,9	
přímé dluhy u bankovní soustavy vč. pojišťoven	88,9	91,5	75,0	63,0	.	
přímé dluhy v zahraničí	0,5	52,8	24,0	17,0	.	
dluhy kryté státními papíry ^c	100,3	277,3	371,0	452,2	.	
dluh u Spolkové banky (Bundesbank)	0	0	10,0	10,0	.	
veřejný dluh celkem		794,3	899,0	1 048,7	1 152,8	

poznámky: ^a Druhy státních cenných papírů a jejich podíly jsou uváděny dále.

^b Součet položek 2 až 5 = 1.

^c Podíl státních papírů na financování státního dluhu stoupl z 52,7 % v roce 1979 na 83,4 % v roce 1990.

prameny: Statistisches Jahrbuch der BRD 1992.
Statistical Abstract of the USA 1989.

Druhy papírů podle doby splatnosti

Krátkodobé státní papíry průběžně zajišťují úvěrové překlenutí dočasného nedostatku peněz ve státní pokladně. Mají většinou platnost do jednoho roku a v USA je ministerstvo financí (Treasury) vydává pod názvem Treasury bills, což platí i pro Velkou Británii. V SRN mají splatnost do 2 let a nazývají se Finanzierungsschätze; na rozdíl od treasury bills nejsou obchodovatelné na sekundárním trhu.

U nás jsou krátkodobé státní papíry vydávány jako státní pokladniční poukázky (PP). K jejich první emisi došlo v únoru roku 1992, a to ve vysoké nominální hodnotě 10 mil. Kčs, takže mohly být umisťovány jen u komerčních bank. Během celého roku 1992 bylo v ČSFR uskutečněno 42 emisí PP v celkové hodnotě jednotlivých emisí od 1 mld. Kčs až po 11 mld. Kčs, s dobou splatnosti 5 až 90 dní a úrokovou sazbou mezi 7 % až 12,66 %.⁵ Obchodu s těmito poukázkami se zúčastnila i SBČS a pro sledování účastníků obchodu s PP si v říjnu 1992 zřídila evidenční centrum,⁶ které od 1. 1. 1993 spravuje ČNB. Za první čtvrtletí 1993 byly v ČR emitovány ve čtyřech vydáních PP za 27,2 mld. Kč se splatností od 14 do 121 dnů a úrokovou sazbou mezi 7,9 až 10,7 %.

⁵ ČNB vydala 30. 3. 1993 pokladniční poukázky jiného typu; sledují cíl snížit krátkodobě likviditu obchodních bank. Emitovány byly PP v celkové hodnotě 14 mld. Kč a se 14denní splatností.

⁶ V druhém pololetí roku 1992 byly totiž neustále v oběhu pokladniční poukázky v hodnotě přes 15 mld. Kčs, kterými byl překonán nedostatek peněz ve třech státních pokladnách. Podle našeho zákonodárství mohla centrální banka sama vlastnit PP do úrovně 5 % příjmů státního rozpočtu.

Střednědobé státní papíry se splatností od 1 roku do 10 let v emisi dluhopisů zpravidla převažují. V USA se označují treasury notes, ve Velké Británii funded debt notes.⁷ V SRN se obligace vydávané na úvěrové financování veřejných investic nazývají Bundesschatzbriefe — splatnost 6 až 7 let — a pětileté papíry bez tohoto účelového zaměření jako Bundesobligationen.

U nás bylo emitováno několik druhů střednědobých obligací⁸:

- v roce 1990 státní dluhopisy k úhradě nákladů rehabilitací. Splatnost byla původně stanovena na 10 let a později zkrácena. Úroková sazba činí 5 % a celková hodnota emise byla zvýšena z původních 2 mld. Kčs na 4,5 mld. Kčs;
- v roce 1992 dvě emise státních dluhopisů na komplexní bytovou výstavbu v celkové hodnotě 8,7 mld. Kčs (celkové mimorozpočtové výdaje na KBV činily 12,9 mld. Kčs); první emise měla splatnost 2 roky a úrokovou sazbu 15 % (celkem 5,6 mld. Kčs), druhá emise měla stejnou sazbu, ale splatnost tři roky;
- obligace na krytí deficitu státních rozpočtů bývalé ČSFR. Z celkového emisního programu v hodnotě téměř 10 mld. Kč (4 emise) vydalo Ministerstvo financí ČR v březnu 1993 v první emisi⁹ obligace v hodnotě 2,1 mld. Kč se splatností 4 roky a úrokovou sazbou 14,6 %. Druhá emise v hodnotě 3 mld. Kč a se splatností 3 roky a úrokovou sazbou 14 % se uskutečnila v červenci 1993 agentem ČNB. Třetí emise se splatností dva roky v říjnu 1993.

Za dlouhodobé státní papíry jsou považovány dluhopisy se splatností přes 10 let. Ve Velké Británii se označují stejně jako střednědobé (funded debt notes), v USA bonds, v SRN Bundesanleihen — které kromě ministerstva financí může vydávat i ředitelství pošt a drah. Emise označená Bund 86 měla platnost až do roku 2016. Ve Velké Británii byly vydány i státní dluhopisy bez vyznačení doby splatnosti, která mohla nastat kdykoli po uplynutí doby stanovené věřitelem nebo dlužníkem dodatečně — nazývaly se consols. V roce 1900 byly consols vydány i v USA.

Emise obligace vydávané s různou dobou splatnosti mají zpravidla v zadlužení vlády nestejnou úlohu. Dočasný nedostatek peněz kryjí krátkodobé poukázky; pokud nedostatek peněz trvá i po jejich splatnosti, musejí vlády přistupovat k střednědobým obligacím, jejichž hrozící splatnost vede k vydávání dlouhodobých obligací s vyšším úrokem a popř. i k nutnosti zahraničního zadlužení, kterým je možné uhradit rozptýlené vnitřní střednědobé zadlužení i při nedostatku poptávky po státních papírech na vnitřním finančním trhu; čím kratší zadlužení, tím nižší úrok, ale současně i kratší účinnost emise.

Druhy papírů podle způsobu vymezení dlužního závazku

Státní dluhopis může vyjadřovat dlužní závazek:

- vlády, resp. jejího pověřeného orgánu, tj. ministerstva financí;
- některé státní instituce, tj. např. centrální (státní) banky, nebo jmenovité státní instituce působící v dopravě, zdravotnictví, školství a dalších odvětvích. Emise takového cenných papírů je obvyklá zvláště v USA, poněvadž nevládní cenné papíry nepodléhají kontrole Kongresu. V našich podmínkách by sem bylo možné zahrnout pokladniční poukázky vydané ČNB (viz vpředu), jejichž účelem není ovšem úvěrování vlády, ale krátkodobá regulace likvidity obchodních bank. Svým způsobem sem patří i dvě emise obligací vydané v listopadu

⁷ „funded“ proto, že k jejich splacení byla původně určena nějaká položka příjmu rozpočtu

⁸ Blíže viz J. Stoužil—J. Budík: ČNB a tok státních dluhopisů. Bankovníctví, č. 12/1993.

⁹ Administrátorem emise byla Komerční banka, a. s. — blíže viz Hospodářské noviny z 25. 3. 1993.

1991 SBČS. Jedna v hodnotě 200 mil. USD byla organizátorem emise Nomura International London umístěna na evropském dolarovém trhu, druhá v hodnotě 10 mld. JPY byla organizátorem emise Nomura Securities Tokyo umístěna na privátním japonském trhu.¹⁰ Po rozpadu federace a zániku SBČS převzaly roli emitenta (po dohodě s držiteli obligací) obě nástupnické republiky a jejich nově vzniklé centrální banky. V březnu 1993 vydala na Eurotrhu obligace ČNB v celkové hodnotě 375 mil. USD. Účelem této emise bylo posílení devizových rezerv ČNB. Splatnost obligací byla stanovena na 3 léta. Organizátorem emise byla Nomura International London (pobočka japonské firmy obchodující s cennými papíry Nomura Securities pro Eurotrh v Londýně) a upisovateli 12 amerických, 10 německých, 3 japonské, 3 francouzské, 2 italské banky a po jedné anglické, belgické, nizozemské a rakouské bance.¹¹ Úroková sazba na roční kupon obligace byla stanovena na 7 %, ovšem pojem výnosnosti obligace je širší a je zmíněn dále.

Druhy cenných papírů podle podmínek prodeje a možností obchodování

Podle tohoto kritéria lze rozlišit dva protikladné druhy cenných papírů:

První z nich zahrnuje volně převoditelné papíry obchodovatelné na sekundárních trzích. Mají proto kurzovou cenu, která odráží bonitu dlužníka, výnos papíru a některé další faktory. Většina státních papírů bývá zpravidla ve vyspělých tržních ekonomikách rozprodávána na aukcích (dražbách) finančním institucím, které si je buď ponechávají, anebo je prodávají dalším investorům na sekundárním trhu. Emitent (ministerstvo financí) anebo profesionální umístovatel emise (lead manager) proto v určité době před emisí veřejně oznámí (launch day) záměr a podmínky emise obligací a provádí marketingové ocenění zájmu investorů, popř. si zajišťuje subskripcce (objednávky) na vydané papíry. Lead manager tím za určitý poplatek¹² přebírá odpovědnost za umístění papírů, což je zpravidla schopen zabezpečit jen pomocí dalších institucí.

Do *druhé* skupiny patří neprevoditelné dluhopisy,¹³ prodávané hlavně fyzickým osobám, nadacím a podobným neziskovým institucím, jejichž investování bývá stimulováno vyšší sazbou úroku. Tento druh obligací se tedy svojí povahou přibližuje úsporovým certifikátům peněžních ústavů, a proto se v USA nazývá *savings bonds*.

Vyjdeme-li z údajů uvedených v tabulce č. 1, dojdeme k podílům jednotlivých druhů vládních papírů v USA, jak jsou uvedeny v tabulce č. 2.

Závěrem je třeba upozornit, že státní obligace se zásadněji liší od cenných papírů typu *akcie*. Akcie představují podíl na kmenovém jmění firmy, a tím také na adekvátní části výnosu z tohoto jmění, který je proměnlivý podle výsledku hospodaření firmy. Životnost akcie je neurčitá, poněvadž je spjata s existencí firmy. V případě jejího zániku mají akcionáři nárok na splacení svých podílů z rezidua majetku zbylého po uspokojení ostatních věřitelů společnosti.

Státní cenné papíry jsou naproti tomu splatné ve stanoveném termínu a budou splaceny bez ohledu na jiné zadlužení státu. Rovněž tak jejich výnos je jistý a nezávisí na výsledku hospodaření státu (vlády).

¹⁰ Jejich podíl se pohyboval od 0,5 mil. USD po několik desítek mil. USD.

¹¹ Další emise byly provedeny prostřednictvím Commerzbank AG Frankfurt a Nipon Credit Bank Tokyo. Ze všech těchto emisí byla již část obligací splacena (ekvivalent 109 mil. USD k 31. 12. 1992).

¹² V případě obligací ČNB činil tento poplatek firmě Nomura 1,125 %.

¹³ V USA je pro tento druh papírů uplatňován striktní zákaz prodeje, v Evropě je možné je postoupit bance či jiné finanční instituci, a to včetně adekvátní části výnosu do splatnosti papíru.

federální dluh krytý státními papíry — celkem		2 348,0	
z toho papíry:			
a) obchodovatelné	1 676,0	b) neobchodovatelné	672,0
z nich: bills	378,3	z nich: saving bonds	97,0
notes	1 005,1		
bonds	277,6		

prameny: Statistical Abstract of the USA 1989.

Výnos cenných papírů

Výnos cenných papírů je v zásadě určen vztahem jejich ceny a objemu výnosu; z něho vychází úroková sazba. Emitent cenných papírů (resp. jeho prostředník), chce-li umístit svoji emisi, musí nabídnout takový jejich výnos, který je srovnatelný s výnosností ostatních obchodovaných papírů upravenou o rozdíl v bonitě emitenta oproti emitentu srovnatelných papírů. Tak např. má-li emitovaný papír vynést 20 USD ročně a srovnatelné papíry na trhu vynášejí 5 % p. a., pak je nelze prodávat draze než za 400 USD s tím, že kurzová cena pod pari (nominální hodnota) zvýší reálný výnos, a tím i perspektivu umístění emise.

Na méně rozvinutých finančních trzích,¹⁴ do kterých je možné zahrnout naši dosavadní transformující se ekonomiku, obíhalo dopsud velmi málo druhů cenných papírů; mezi nimi dominovaly státní obligace a státní pokladniční poukázky. Vzhledem k tomu, že kurzovní cena obligací se prakticky neměnila, závisel jejich výnos na výši fixně stanovené úrokové sazby, která měla určitý vztah k úsporovým certifikátům vydávaným peněžními ústavami.

Tak např. úroková sazba státních obligací vydaných MF ČR v březnu 1993 a umístovaných mezi právnické a fyzické osoby měla úrokovou sazbu stanovenou na úrovni 14,6 % a emitent ohlašoval celkovou výnosnost obligací za 4 léta do splatnosti ve výši cca 60 %.

Výpočet je možné — při jednoduchém úrokování — provést podle vzorce

$$NCO \cdot (1 + i)^n$$

kde NCO = nominální cena obligace, i = úroková sazba, takto:

$$1\ 000\ \text{Kč} (1 + 14,6\%)^4 = 1\ 592,24\ \text{Kč}.$$

Jakmile se kurzovní cena obligace odlišuje od její nominální ceny, liší se reálná míra výnosu obligace od úrokové sazby jejího kuponu. Do výnosnosti obligace je totiž třeba započíst pozitivní či negativní dopad změny kurzovní ceny pro jejího majitele, a to podle vzorce

$$\frac{KV \pm RKC}{KuC} = CV,$$

kde KV = kuponový výnos

KuC = kupní cena

RKC = rozdíl kurzových cen

CV = celkový výnos

¹⁴ Zákon o cenných papírech vstoupil u nás v platnost 1. 1. 1993. Zastřelil již dříve vydané zákony o dluhopisech, o burze cenných papírů, o investičních společnostech a investičních fondech.

$$\text{Příklad: } \frac{146 + 100}{1\,000} = \frac{246}{1\,000} = 24,6\%$$

Celkový výnos obligace se v tomto případě v důsledku převýšení úrovně prodejní ceny nad kupní cenou o 100 zvýšil o 10 procentních bodů. Podle nové daňové soustavy je tento výnos zdanitelný a jeho atraktivnost může dále snižovat očekávaný růstu inflace, které by ovlivnilo další vývoj kurzovní ceny, a tím i celkového výnosu obligace.¹⁵

U emise státních pokladničních poukázek nebývá úroková sazba určována fixně, ale vyplývá právě z výše jejich pohyblivých kurzovních cen. Ministerstvo financí je — podobně jako některé střednědobé obligace omezené obchodovatelnosti (viz např. zmíněné americké saving bonds) — zpravidla prodává za cenu s odpočtem (diskontem) úroku, jenž se pohybuje kolem diskontní sazby. Vyšší poptávka bankovního sektoru po státních pokladničních poukázkách v druhé polovině roku 1992 na sekundárním trhu vedla k růstu jejich kurzovních cen, čímž se automaticky snižovala jejich výnosnost podle vzorce:

$$\frac{NC - KC}{KC} \cdot \frac{360}{\text{splatnost v dnech}} = i$$

kde NC = nominální cena

KC = kurzovní cena

$$\text{a) } \frac{1\,000 - 950}{950} \cdot \frac{360}{180} = 5,2 \cdot 2 = 10,4\% \text{ — před zvýšením } KC$$

$$\text{b) } \frac{1\,000 - 965}{965} \cdot \frac{360}{180} = 3,6 \cdot 2 = 7,2\% \text{ — po zvýšení } KC$$

Na rozvinutých finančních trzích¹⁶, zvláště pak mezinárodních finančních trzích, je rozsah denních obchodů obrovský, a tím účast na obchodování představuje vysoce profesionálně náročnou činnost. Pro nás je nejzajímavější její polohou Eurotrh se sídlem v Londýně, na kterém se obchoduje s akciemi i obligacemi (odděleně) s vysokým obrátem kolem 1,5 mld. GBP denně. Obchodované papíry mohou znít na kteroukoliv volně směnitelnou měnu — pokud papíry jsou vydány v jiné zemi, než ve které je měna obchodovaného papíru měnou tuzemskou. Investoři kupující papíry na trhu jsou z celého světa.

Na Eurotrhu byly prostřednictvím umístovatele Nomura International London (pobočka Nomura Securities pro Londýn) umístěny vpředu zmíněné obligace ČNB v březnu roku 1993. Jejich indikativní cena¹⁷ byla stanovena v relaci k ceně tříleté americké obligace k 8. 3. 1993 vydané americkou vládou. Ta je považována za nejvěrohodnějšího dlužníka a platí pro nejnižší úrokovou sazbu. Indikativní ceny dolarových obligací se proto stanovují přírážkou (spread), která označuje, o kolik musí platit emitent obligací vyšší sazbu než americká vláda. Spread se

¹⁵ Zavedení státních obligací s inflační doložkou nebylo zatím žádnou vládou realizováno, poněvadž tím by vláda jednak vytvořila očekávání růstu inflace, jednak by znehodnotila státní dluhopisy bez inflační doložky, kterých obíhá ve vyspělých tržních ekonomikách veliké množství. V USA však již od konce sedmdesátých let obíhají dluhopisy s proměnnou úrokovou sazbou, jejíž změny jsou vázány na úrokovou sazbu pokladničních poukázek. Riziko ztrát na úrokové sazbě se tím snižuje, což povzbuzuje investory ukládat své volné peněžní prostředky do těchto papírů.

¹⁶ Sem patří široce rozvinutý a strukturovaný trh v USA, japonský trh pro zahraniční emitenty Samurai, Eurotrh v Londýně a další.

¹⁷ Podrobný výklad emise obligací ČNB podává L. Niedermayer z ČNB v časopise Bankovníctví č. 7/1993. V témže čísle J. Klacek vysvětluje úlohu Moody's při hodnocení dlužnické bonity ČR.

vyjadřuje v basic point-bp (100 bp = 1 %). V našem případě byla přírážka ohodnocena rozmezím 272—278 bp, a tím úroková sazba 4,225 % (americké obligace + 2,72 % až 2,78 % čili zhruba 7 % z nominálu kuponu). Jakmile kurzovní cena stoupne nad pari, klesá reálný výnos a šance umístění. Naopak je tomu při poklesu kurzovní ceny pod pari. V případě obligací ČNB cena byla pod pari, a to 99,83 pro základní emisi 300 mil. USD a 99,65 pro dodatečnou emisi 75 mil. USD (pokles ovlivněn úspěchem základní emise).

Zdroje úvěrového financování státního rozpočtu

Úvěrové financování deficitu státních rozpočtů je založeno na transferu dodatečných finančních prostředků odčerpaných ze zdrojů mimo státní (veřejný) sektor. V předchozích tabulkách č. 1 a 2 byly rozebírány údaje o velikosti a vývoji státních dluhů v USA a SRN a také o způsobech jejich financování, v nichž výrazně převažovaly emise a prodej různých druhů státních obligací.

Pro posouzení měnových účinků těchto transferů je nutné identifikovat původ transferovaných peněžních prostředků — neboli vlastníky státních obligací, kteří je získali svými nákupy. Rozvrstvení vlastníků státních obligací v USA je zachyceno v *tabulce* č. 3, a to ke konci dvou let, tj. roku 1987 a roku 1975, pro které se podařilo získat bližší specifikaci struktury vlastníků.

TABULKA č. 3 Struktura vlastníků státních obligací v USA
(stav koncem roku)

		v mld. USD	
<i>celkový objem státních obligací roku 1975</i>	532,0	<i>celkový objem státních obligací roku 1987</i>	2 348,0
z toho v soukromém sektoru:	315,0	z toho umístěno:	
z toho:		— v soukromém sektoru	1 679,0
— obchodní banky	86,0	— u bank FRS	212,0
— pojišťovny a spořitelny	14,0	— ve státním sektoru	457,0
— korporace	20,0		
— zahraniční a mezinárodní instituce	66,0		
— fondy, nadace a podobné instituce	38,0		
— jednotlivci (domácnosti)	92,0		

prameny: US Treasury Bulletin, April 1976. (Pozdější vydání není k dispozici.)
Statistical Abstract of the USA 1989.

Z údajů v tabulce vyplývá, že ve struktuře vlastníků obligací v USA měl dominantní postavení soukromý sektor (cca 60 % v roce 1975 a 70 % v roce 1987) a v něm nejvyššího podílu (cca 70 % v roce 1975) dosahovaly domácnosti a peněžní ústavy (bez centrální banky 44 %). Chceme-li zjistit vliv transferu peněžních prostředků do státního sektoru — provedeného prostřednictvím prodejů státních obligací — na vývoj peněžní zásoby, je účelné přizpůsobit sledovanou strukturu vlastníků obligací jejich rozdílnému vlivu na vývoj peněžních agregátů; to předpokládá vyčlenit zvláště sektor obchodních peněžních ústavů, sektor domácností a korporací a centrální banku. Vývoj peněžní zásoby je ovlivněn komplexem vzájemného působení mnoha ekonomických subjektů, v němž se pokusíme ocenit

odlišné účinky nákupů obligací uskutečňovaných nestejnými skupinami subjektů.¹⁸

Sektor podniků (korporací) a domácností

Nákupy státních obligací subjekty z tohoto sektoru odčerpávají:

- a) tezaurované (nevyužité) peníze v tomto sektoru, které doposud nebyly v reálném oběhu a dostávají se do něho až prostřednictvím transferu do veřejného sektoru, v němž jsou použity na veřejné výdaje. V důsledku transferu se zvýší peněžní zásoba, ale jen do rozměru tezaurace; ten je v tržních ekonomikách relativně malý a pro vývoj peněžní zásoby nepodstatný;
- b) peníze, které by jinak (tj. v případě, že nebudou investovány do státních obligací) představovaly kupní sílu v soukromém sektoru využitelnou v oblasti spotřeby anebo investic. Transfer těchto peněz do veřejného sektoru peněžní zásobu nemění, poněvadž znamená jen přesun kupní síly ze soukromého sektoru do veřejného sektoru.

Dostupné údaje neumožňují přesněji ocenit velikost podílu tohoto sektoru na vlastnictví státních obligací u nás. Vysoké nominální hodnoty obligací starších emisí a teprve zahajovaná činnost sekundárního trhu s cennými papíry orientovaly však domácnosti tak, aby alokovaly své volné finanční prostředky do úsporových certifikátů a termínových vkladů u peněžních ústavů. Určitou změnu v tomto směru přinesly dvě emise státních obligací v březnu a červenci 1993; její dopad v oblasti vlastnictví obligací nebylo v době psaní práce možné vyhodnotit.

Státní podniky v době emisí státních obligací v letech 1992 a 1993 vykazovaly převážně příznaky platební neschopnosti, a tím nedostatku finančních prostředků pro investice do státních papírů. Lepší finanční situace transformovaných a nově vzniklých podniků byla doprovázena snahou využít finanční prostředky účelově do rozvojových záměrů, takže ani zde se zatím nevytvořila silnější motivace nákupu státních obligací.

Podíl sektoru domácností a podniků na vlastnictví státních obligací je proto u nás zatím výrazně nižší než ve vyspělých tržních ekonomikách, zvláště pak v komparaci s úrovní zjištěnou pro USA v tabulce č. 3.

To zužuje prostor pro financování deficitu státního rozpočtu pomocí státních dluhopisů, ovšem jen z prostředků tohoto sektoru a dočasně.

Sektor komerčních bank, pojišťoven a dalších peněžních institucí

Investice do státních papírů, jež jsou financovány z prostředků obchodních bank a dalších peněžních institucí, snižují jejich likviditu, a tím i objem nabídky peněz pro úvěrové operace. Ocenit důsledky těchto investic pro vývoj na peněžním trhu je však možné až v kontextu s měnicí se úrovní likvidity bank v různých fázích cyklu.

V období *deprese* bývá likvidita bank vyšší, poněvadž objem poptávky po úvěrech je nižší. Převis nabídky nad poptávkou na peněžním trhu vytváří očekávání poklesu úrokové sazby, které povzbuzuje podnikatelské aktivity a naopak snižuje poptávku po cenných papírech. Pro peněžní ústavy se tím vytváří vhodná situace pro to, aby v mezidobí výhodně alokovaly své nevyužité rezervy do státních

¹⁸ V této etapě výzkumu nebyla vědomě do koncepce práce zahrnuta problematika financování státního dluhu ze zahraničních zdrojů, která otvírá mimo jiné i širokou otázku vývoje devizových kurzů.

obligací, jakožto jistých a snadno likvidních aktiv. Jejich nákupy státních obligací znamenají aktivizaci jejich peněžních rezerv, podobně jako k tomu dochází při poskytování bankovních úvěrů. Výsledkem je růst efektivní poptávky ve veřejném sektoru, který neoslabuje kupní sílu soukromého sektoru, ale je doprovázen růstem peněžní zásoby.

V období oživení, resp. již při jeho očekávání, dochází k růstu poptávky po penězích, která iniciuje pokles likvidity bank, ale současně i očekávání růstu úrokových sazeb a bankovních úvěrů. Na převis poptávky nad nabídkou na peněžním trhu reagují obchodní banky snížením držby cenných papírů, a tedy i státních obligací a centrální banka rozšiřováním měnové báze pomocí:

- snížení hranice povinných rezerv bank u centrální banky,
- zvýhodnění refinančních úvěrů včetně snížení diskontní sazby.

Přitom je třeba vzít v úvahu, že očekávání změn regulačních opatření centrální banky ve vyspělých tržních ekonomikách mívá větší dopad, než je tomu zatím u nás.¹⁹ V důsledku toho mají centrální banky ve vyspělých tržních ekonomikách zpravidla možnost zvýhodňovat anebo znevýhodňovat nabídku peněz obchodními bankami, a tím preferovat buď stabilizaci měnového vývoje, anebo oživení ekonomiky doprovázené inflačním tlakem.

V podmínkách transformace naší ekonomiky došlo k vydávání státních obligací v roce 1992 a 1993 v situaci, kdy větší banky vykazovaly vyšší likviditu a neměly k dispozici dostatek perspektivních, dostatečně propracovaných a přiměřeně rizikových návrhů projektů k financování. Nákup státních obligací, podobně jako nákup nemovitostí pro ně v této situaci znamenal výhodnou alokaci likvidních prostředků, takže jejich podíl na vlastnictví vydaných státních obligací je u nás nejvyšší. Jde vlastně o analogii vpředu uváděného mezidobí mezi recesí a oživením, ovšem ve specifických podmínkách naší transformace ekonomiky, které ovlivňují průběh očekávání hospodářských subjektů, a tím i jejich akce a reakce na ekonomické podněty.

Dosavadní chování obchodních bank preferovalo investování likvidních prostředků do jistých a výnosných státních obligací, což usnadňovalo jejich umísťování, a tím úvěrové financování veřejného sektoru. S postupným oživováním ekonomiky lze očekávat rozšiřování vějíře atraktivních projektů v podnikové sféře, jejichž financování obchodními bankami sníží aktivitu těchto bank v nákupu dalších státních obligací. Tato aktivita by se měla přesouvat do sektoru podniků a domácností.

Centrální banka

Ve vyspělých tržních ekonomikách odkupují často centrální banky menší část emitovaných státních obligací (v rámci limitu vymezeného zpravidla zákonem). Usnádnují tím ministerstvům financí zabezpečit primární umístění obligací při vhodné úrovni úrokové sazby. K nákupu využívají centrální banky své peněžní rezervy, tj. peníze před tím stažené z oběhu formou povinných rezerv obchodních bank, a tím zvyšují peněžní zásobu. Naopak, jakmile centrální banka držené obligace odprodává, stahuje opět tyto peníze z oběhu a vrací je do rezerv.

Údaje v tabulce č. 3 ukazují, že zásoba státních obligací u bank FRS je sice nezanedbatelná, ale co do podílu na vydaných obligacích postupně klesá. V roce 1975 činil tento podíl 16,3 % a v roce 1987 již jen 9 %. Objem vlastněných obligací

¹⁹ Např. v USA byla Kongresem USA stanovena horní mez povinných rezerv peněžních ústavů u bank FRS na nižší úrovni (22 %) než u nás.

sice stoupl, a to v uvedeném období 2,4krát, ale výrazně méně než objem vydaných státních obligací — 4,3krát měřeno nominální hodnotou všech vydaných obligací do konce roku. Banky FRS podřizovaly průběh svých obchodů se státními obligacemi záměrům své stabilizační měnové politiky; tato politika měla pozitivní výsledky i v dobách výrazného růstu celkové nominální hodnoty emitovaných státních obligací v osmdesátých letech, kdy se každoroční přírůstek peněžní zásoby stabilizoval na úrovni mírně kolísající kolem 10 %; to příznivě ovlivňovalo vývoj očekávání na peněžním trhu. Úroveň meziročních přírůstků peněžní zásoby není pochopitelně ovlivňována jen průběhem úvěrového financování rostoucího státního dluhu, ale dalšími důležitými faktory typu vývoj HDP, cen, platební bilance a dalšími faktory a také regulačními opatřeními centrální banky v oblasti diskontní sazby, povinných rezerv a operací na volném trhu.

Aniž bychom tu mohli podrobněji analyzovat účinky působení těchto faktorů, můžeme přesto konstatovat úspěšný výsledek stabilizační měnové politiky FRS: tímto výsledkem byl rovnoměrný přírůstek peněžní zásoby, a to i v období prudce rostoucího státního zadlužení. Friedmanovo doporučení stabilizace přírůstků peněžní zásoby, jakožto hlavního nástroje stabilizační měnové politiky centrální banky, se osvědčilo při zmírňování inflačních tlaků v USA počátkem devadesátých let, kdy schodek státního rozpočtu dosahoval nadprůměrného podílu na HDP: 1990 — 2,5 %, 1991 — 3,4 %, 1992 — 4,4 %, 1993 — 4,2 %.²⁰

Kdyby banky FRS v této situaci zpřísnily restriktivní měnovou politiku, pak by povzbudily očekávání převisu poptávky nad nabídkou na peněžním trhu, což by iniciovalo:

- snižování objemu primárních vkladů a růst úrokových sazeb (reakce na očekávaný nedostatek peněz),
- prodeje cenných papírů včetně státních obligací, a tím zkomplikovalo další úvěrové financování státního dluhu.

V naší transformované ekonomice nevykazovaly přírůstky peněžní zásoby — měřené širším agregátem M2 — stabilizovaný vývoj, jako tomu bylo v USA, ale jejich reálný pohyb je nutné posuzovat v kontextu působení destabilizačních faktorů vyvolaných rozdělením federace, oddělením měn nástupnických států a komplikovaným způsobem dělení aktiv a pasiv ČSFR mezi nástupnické republiky — viz *tabulka č. 4*.

TABULKA č. 4 Měsíční změny objemu M2

v %

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	průměr
1992—ČSFR	+1,4	+1,2	-0,6	+3	+1,5	+0,8	+5,3	+4,3	-1,4	+2,6	+2	+2,3	+1,85
1993—ČR	-1,3	-1,0	-0,3	+0,5	+2,7	+2,7	+0,12

pramen: Indikátory měnového a hospodářského vývoje ČR č. 15/1993. ČNB Praha.

Vliv deficitu státního rozpočtu federace — resp. jeho podílu připadajícího na ČR po rozdělení federace — se promítl do zmíněného programu emise státních dluhopisů, jehož vliv na vývoj peněžní zásoby údaje v tabulce ještě nemohly odrazit.²¹ V roce 1993 vykazoval český rozpočet mírný deficit v lednu, ale přebytek příjmů nad výdaji až do poslední doby (červenec).

²⁰ Podle: World Economic Outlook, IMF May 1993. Údaj pro rok 1993 vyplývá z projekce MMF.

²¹ 1. emise byla v březnu 1993, druhá v červenci 1993, třetí v říjnu 1993.

Pokud jde o držbu státních cenných papírů českou centrální bankou, je možné z bilance aktiv a pasiv ČNB zjistit společný údaj o celkové hodnotě státních obligací a státních pokladničních poukázek v aktivech centrální banky — viz *tabulka č. 5*.

TABULKA č. 5 Hodnota státních cenných papírů v aktivech centrální banky
v mil. Kč

1. ledna	2 750
20. března	2 450
30. dubna	1 990
31. května	372
10. června	499
31. července	7 171

Údaje nasvědčují tomu, že držba státních papírů u ČNB byla ovlivněna emisemi těchto papírů a jejich umístováním na finančním trhu. Pozitivní vývoj státního rozpočtu ovlivnil nižší objem letos vydaných státních pokladničních poukázek, jejichž průměrný stav byl výrazně nižší než ve druhém pololetí roku 1992, kdy činil 15 mld. Kčs.

Centrální banka má na trhu státních papírů v tržních ekonomikách zpravidla dvě funkce:

- a) funkci fiskálního agenta vlády spočívající v tom, že z pověření ministerstva financí zajišťuje prvotní umístění těchto papírů, z nichž určitou část PP si ponechává po nějakou dobu v držbě; tato funkce může zahrnovat i správu státních dluhopisů, spočívající ve výplatě úroků, evidenci a splácení dluhopisů;
- b) funkci operátora na sekundárním trhu, kterou vykonává:
 - u obchodu se střednědobými a dlouhodobými obligacemi na účet ministerstva financí a s cílem stabilizovat tento kapitálový trh,
 - u obchodu s krátkodobými PP na svůj účet a s cílem ovlivňovat likviditu obchodních bank a vývoj peněžní zásoby²².

ČNB již plní obě tyto funkce (první důsledně až od druhé emise státních obligací v červenci 1993). Výsledek jejího působení v obou oblastech je v této práci naznačen, ale podrobněji bude moci být analyzován až na základě delšího časového horizontu.

²² Vedle toho se stejným cílem vydává, umisťuje a stahuje své krátkodobé pokladniční poukázky, zmíněné v třetí kapitole.

SUMMARY

The Monetary Aspects of State Debt

Josef MERVART, Institut of Economics of the Czech National Bank

If the government is to spend more than it collects in tax revenues, it must secure additional sources of money. The simplest way of creating new money is to issue more paper money. However most countries legally restricts this and therefore governments may solve

the problem by government borrowing, realised mostly by special transfer instruments i.e. state securities (notes, bills, bonds, certificates — etc.) Some portion of the government expenditure (and state debt) is then covered not by taxation but by money which has been withdrawn from the purchasing power of several groups of investors (central banks, commercial banks, individuals, others).

The article describes how the ownership of government debts is broken down into main classes (groups) of investors in the USA, BRD and the Czech Republic and explains the different monetary effects of the investory activity of the mentioned groups of investors.