

Vliv spořicíh státních dluhopisů na veřejné zadlužení

Martin Kolenčík, DiS.

Bakalářská práce
2012

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Martin KOLENČÍK, DiS.**
Osobní číslo: **M090243**
Studijní program: **B 6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Veřejná správa a regionální rozvoj**

Téma práce: **Vliv spořicíh státních dluhopisů na veřejné zadlužení**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Zpracujte literární rešerši zaměřenou na problematiku státních dluhopisů.

II. Praktická část

- Analyzujte a zhodnoťte vývoj a strukturu veřejného dluhu v ČR.
- Analyzujte současnou situaci na trhu státních dluhopisů v ČR.
- Proveďte rozbor rentability státních spořicíh dluhopisů pro stát a pro investory s návrhem podmínek další emise.

Závěr

Rozsah bakalářské práce: cca 40
Rozsah příloh:
Forma zpracování bakalářské práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

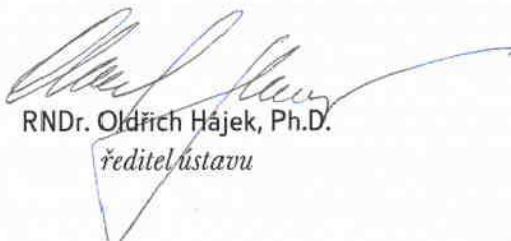
- [1] DVOŘÁK, P. Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2008. 331 s. ISBN 978-80-7400-075-1.
[2] JÍLEK, J. Finanční trhy a investování. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.
[3] KOHOUT, P. Investiční strategie pro třetí tisíciletí. 6. přeprac. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2010. 296 s. ISBN 978-80-247-3315-9.
[4] PEKOVÁ, J., PILNÝ, J. a JETMAR, M. Veřejná správa a finance veřejného sektoru. 3. přeprac. vyd. Praha: ASPI, 2008. 712 s. ISBN 978-80-7357-351-5.
[5] PIKORA, V. a ŠICHTAŘOVÁ, M. Všechno je jinak: aneb Co nám neřekli o důchodech, euru a budoucnosti. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2011. 224 s. ISBN 978-80-247-4207-6.

Vedoucí bakalářské práce: Ing. Blanka Kameníková, Ph.D.
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání bakalářské práce: 2. dubna 2012
Termín odevzdání bakalářské práce: 18. května 2012

Ve Zlíně dne 2. dubna 2012


prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




RNDr. Oldřich Hájek, Ph.D.
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním bakalářské/diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby¹;
- bakalářská/diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou bakalářskou/diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3²;
- podle § 60³ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

¹ zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

- (1) Vysoká škola nevyjádřeně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlížení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

² zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

- (3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

³ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Oápírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60⁴ odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – bakalářskou/diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování bakalářské/diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky bakalářské/diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem bakalářskou/diplomovou práci zpracoval/a samostatně a použité informační zdroje jsem citoval/a;
- odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 18. 5. 2012



⁴ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.
- (3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlídně k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Hlavním cílem práce je analýza a zhodnocení první emise spořicíh státních dluhopisů vydané v České republice. Práce je rozdělena na dvě části. Teoretická část obsahuje přehled teoretických poznatků spojených s problematikou dluhopisů a veřejného dluhu. Praktická část analyzuje strukturu a veřejného dluhu, ale i aktuální situaci na trhu českých státních dluhopisů. Poslední část se věnuje detailní analýze první emise spořicíh státních dluhopisů a rentability pro stát i občany s návrhem a strukturou druhé připravované emise.

Klíčová slova:

Spořicí státní dluhopisy, dluhopisy, veřejný dluh, státní dluh, rating, emise dluhopisů

ABSTRACT

The main goal of my bachelor thesis is an analysis and evaluation of the first issue of government's savings bonds issued by the Czech Republic. My work is divided into two parts. The theoretical part includes an overview of theoretical finding joined with bonds issues and with public debt. The practical part analyses a structure of the public debt, but also the actual situation in the Czech market with government's bonds. The last part is devoted to the detailed analysis of the first issue of government's savings bonds and it's profitability for the state as well as for citizens with the suggestion for a second possible issue and it's structure.

Keywords:

Saving government bonds, bonds, public debt, central goverment debt, rating, bonds issue

Na tomto místě bych chtěl velice poděkovat vedoucí práce paní Ing. Blance Kameníkové, Ph.D. za ochotu, vstřícnost, poznámky, cenné rady a připomínky, které mi poskytovala při psaní bakalářské práce. Dále bych chtěl poděkovat paní Ing. Iloně Jarůškové a panu Ing. Janu Martínkovi z Komerční banky, a.s., kteří mi umožnili samotné studium na vysoké škole a tím pádem i možnost psát tuto práci a nakonec celé rodině, přátelům i spolužákům za podporu nejen při psaní samotné práce, ale i za podporu v rámci celého studia.

Prohlašuji, že odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

OBSAH

ÚVOD	10
I TEORETICKÁ ČÁST	11
1 DLUHOPISY	12
1.1 HISTORIE DLUHOPISŮ	13
1.2 ČLENĚNÍ DLUHOPISŮ	14
1.2.1 Členění dle emitenta.....	14
1.2.2 Členění dle výnosu	15
1.2.3 Členění dle ostatních kritérií	17
1.3 NÁLEŽITOSTI DLUHOPISU.....	18
1.4 RATING A HODNOCENÍ DLUHOPISŮ	20
1.4.1 Ratingové agentury.....	20
1.4.2 Hodnota dluhopisu	21
1.5 STÁTNÍ DLUHOPISY	22
1.5.1 Druhy státních dluhopisů	24
1.5.1.1 Státní pokladniční poukázky.....	24
1.5.1.2 Povodňové dluhopisy.....	25
1.5.1.3 Spořicí státní dluhopisy.....	25
2 TEORIE VEŘEJNÉHO DLUHU	27
2.1 VEŘEJNÝ DLUH VS. STÁTNÍ DLUH	27
2.1.1 Metodika vykazování vládního deficitu a dluhu	28
2.1.2 Odbor řízení státního dluhu.....	29
2.2 VEŘEJNÝ ROZPOČET	30
II PRAKTICKÁ ČÁST	32
3 STRUKTURA A VÝVOJ VEŘEJNÉHO DLUHU	33
3.1 VÝVOJ ZADLUŽENOSTI OBCÍ A KRAJŮ	33
3.2 VÝVOJ ZADLUŽENOSTI CENTRÁLNÍ VLÁDY (VÝVOJ STÁTNÍHO DLUHU).....	35
3.2.1 Struktura státního dluhu	37
3.2.2 Náklady státního dluhu.....	37
4 ANALÝZA SOUČASNÉ SITUACE NA TRHU STÁTNÍCH DLUHOPISŮ V ČESKÉ REPUBLICĚ	40
4.1 KOMENTÁŘ K AKTUÁLNÍ SITUACI NA TRHU ČESKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ	40
4.2 STRUKTURA ČESKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ	40
5 ANALÝZA RENTABILITY STÁTNÍ SPOŘICÍCH DLUHOPISŮ PRO STÁT A PRO INVESTORY S NÁVRHEM PODMÍNEK DALŠÍ EMISE	44
5.1 PRVNÍ EMISE STÁTNÍCH SPOŘICÍCH DLUHOPISŮ.....	44
5.1.1 Druhy spořicíh státních dluhopisů.....	45
5.1.2 Výnos spořicíh státních dluhopisů.....	46
5.1.2.1 Efektivní výnos při držení do splatnosti	46

5.1.2.2	Efektivní výnos při předčasném splacení.....	47
5.1.3	Zdanění spořicíh státních dluhopisů.....	48
5.1.4	Cílová skupina a prodejní místa.....	48
5.2	VÝZKUMNÁ ZPRÁVA PO NÁKUPU SPOŘICÍCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ.....	49
5.3	RENTABILITA SPOŘICÍCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ PRO STÁT.....	54
5.4	RENTABILITA SPOŘICÍCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ PRO OBČANY.....	56
5.4.1	Bankovní termínované, spořicí účty vs. spořicí státní dluhopisy.....	57
5.4.2	Stavební spoření vs. spořicí státní dluhopisy.....	59
5.4.3	Penzijní fondy vs. spořicí státní dluhopisy.....	61
5.4.4	Podílové fondy vs. spořicí státní dluhopisy.....	62
5.4.5	Investiční/kapitálové životní pojištění vs. spořicí státní dluhopisy.....	64
5.5	NÁVRH NOVÉ EMISE SPOŘICÍCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ.....	65
ZÁVĚR	.....	69
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	.....	71
SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	.....	77
SEZNAM OBRÁZKŮ	.....	78
SEZNAM TABULEK	.....	79
SEZNAM PŘÍLOH	.....	80

ÚVOD

Pro svoji bakalářskou práci jsem si zvolil téma, které patří mezi současnými ekonomickými tématy mezi nejaktuálnější. Probíhá první dekáda roku 2012. Během posledních několika let, zaznamenala celosvětová ekonomika několik krizí, počínaje v roce 2007 krizí hypoteční v USA, následovanou krizí finanční v roce 2008 a během roku 2011 se Evropa dostala do další krize, tzv. krize dluhové. Dohromady se ono dlouhodobé zpomalování ekonomické aktivity dá spojit do tzv. ekonomické krize, která se označuje za nejhorší krizi, od Velké hospodářské krize ve třicátých letech dvacátého století. Avšak téma mnou zvolené, spadá spíše do dekády poslední a to zmiňované krize dluhové. Právě v této fázi, tedy na konci roku 2011, se rozhodla vláda ČR v čele s ministerstvem financí, vytvořit a uvést na trh nový produkt tzv. spořicí státní dluhopisy, neboli dluhopisy pro retailové klienty či dluhopisy pro občany. Tato myšlenka již existuje delší dobu, ale až v roce 2011 se podařila uvést do praxe. Vydávání státních dluhopisů, ať jsou jakékoliv a určené pro kteroukoliv skupinu investorů, znamená vždy další zadlužování státu, proti kterému dnes bojuje většina vyspělých ekonomik, včetně té české. Práce je rozdělena do dvou hlavních částí, teoretické a praktické.

Cílem teoretické části práce je shrnutí dostupných informací, které se týkají problematiky dluhových cenných papírů a veřejného dluhu, především členění dluhopisů, ratingem a hodnocení dluhopisů, stručného shrnutí historie a teorie státních dluhopisů a nakonec problematikou veřejného rozpočtu, veřejného a státního dluhu včetně otázky řízení státního dluhu.

Cílem praktické části je provedení analýzy struktury a vývoje veřejného dluhu se zaměřením na jednotlivé části, tedy analýzy zadluženosti obcí, krajů, ale i centrálního dluhu. Dále pak provedení rozboru aktuální situace na trhu státních dluhopisů včetně struktury aktuálně emitovaných státních dluhopisů. Cílem poslední části práce bude provedení celkové zhodnocení první emise spořicí státních dluhopisů, tedy jaký je jejich efektivní výnos, jak moc jsou dluhopisy rentabilní pro stát a jak moc rentabilní jsou pro občany. Celkovým závěrečným cílem bude vyhodnocení, jaký vliv mají spořicí státní dluhopisy na veřejný dluh a návrh druhé emise. Součástí bude i vlastní výzkum, který jsem prováděl jako zaměstnanec jedné z velkých českých bank, která spořicí státní dluhopisy prodávala. Zároveň bych chtěl uvést, že všechny myšlenky v této práci vyjadřují můj názor, který se nemusí shodovat s názorem a strategií některé z komerčních bank v České republice.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 DLUHOPISY

Stěžejním tématem práce jsou dluhopisy a jejich vztah k veřejnému dluhu. Na úvod se nabízí samotná definice pojmu, co vlastně dluhopis je. Definice dluhopisu se dá nalézt celá řada a to v každé odborné literatuře týkající se finančních trhů, cenných papírů a podobných problematik. Z pravidla se teorie příliš neliší. Za nejrelevantnější definicí je považována ta, která se objevuje v zákoně č. 190/2004 Sb. o dluhopisech. Povahou je jedna z nejvyužívanějších. Zákon ji upravuje takto: „**Dluhopis** je zastupitelný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení dlužné částky a povinnost emitenta toto právo uspokojit.“ Zákon však také upravuje formu dluhopisu. „Dluhopisem vydávaným v České republice se rozumí dluhopis, který byl v listinné podobě předán nebo v zaknihované podobě zapsán v evidenci podle zvláštního právního předpisu upravujícího podnikání na kapitálovém trhu na účet prvnímu nabyvateli na území České republiky.“ (zákon č. 190/2004 Sb., § 2, 2004). Tento zákon, jak název sám napovídá je jedním ze základních právních předpisů, kterými se dluhové cenné papíry řídí. V právním řádu se vyskytuje ještě jeden důležitý právní předpis, kterým je zákon č. 591/1992 Sb. o cenných papírech. Ten obsahuje komplexní legislativní pravidla pro cenné papíry jako celek. Pro srovnání lze uvést ještě jednu definici, která vykládá pojem dluhopisů následovně. „Obligace neboli dluhopisy jsou vlastně dlužní úpisy, které jsou obvykle veřejně obchodovatelné. Jejich doba splatnosti se měří v letech.“ (Kohout; 2010, s 19). Tedy souhrnně se dluhopis označuje jako určitá alternativa úvěru, kdy kupující má nárok na určitý úrok a splacení dlužné částky, avšak oproti úvěru je vydán ve formě cenného papíru. Výše se uvádí výklad zákona, který definuje formu dluhopisů, tedy listinnou formu anebo formu zaknihovanou. Listinná forma je taková, kdy držitel dostane fyzicky cenný papír. Má tedy materiální podobu. Zaknihovanou formou se označuje ta, která je vedená v pevně definované elektronické evidenci. Tu spravuje pověřená společnost nebo státem vzniklý orgán. V České republice to bylo do roku 2010 tzv. středisko cenných papírů a od roku 2010 správu převzal centrální depozitář cenných papírů, dále jen CDCP. Investoři v ČR mají nově vedeny své cenné papíry na majetkových účtech, v této elektronické evidenci. Největší výhodou u zaknihované formy, je pochopitelně rychlost nakládání s cenným papírem.

Dluhopisy jsou všeobecně velmi oblíbeným konzervativním prostředkem ke zhodnocení financí. Především v České republice, díky své konzervativní povaze jsou dluhové cenné papíry nakupovány do většiny portfolií podílových fondů, ale také jako prostředek pro

podklad konzervativní části portfolia. U nás jsou to především dluhopisy státní. (Centrální depozitář cenných papírů, 2012)

1.1 Historie dluhopisů

Dluhové cenné papíry, mají svou charakteristiku. Člení se na několik forem, jsou stanoveny určité náležitosti, a celkově musí plnit určité atributy, aby se za cenné papíry daly označit. Prvotně však musí být definováno, kdy se dluhopisy poprvé objevily a jaký byl jejich účel a přirozený vývoj.

„Dluhopisy vznikly vzhledem k potřebě obchodování s dluhy. S dluhopisy je na rozdíl od půjček, úvěrů a vkladů možné snadno obchodovat na sekundárním trhu. Běžně se s nimi neobchoduje na burzách, ale OTC trhu, i když některé burzy je kotují (tím se snaží zvýšit svou prestiž). Například pražská burza kotuje řadu dluhopisů, přestože se na ní s nimi neobchoduje. Věřitel není na dluhopisu (na rozdíl od půjčky, vkladu, úvěru) vyznačen. Při obchodování s dluhopisem se věřitelé střídají. Každý momentální držitel dluhopisu je věřitelem.

Začalo to válkami

Dluhopisy existují dlouho. Nejprve dluhopisy s pevnou úrokovou mírou v 17. století emitovaly vlády k financování válek. Stalo se tak krátce poté, kdy začaly obíhat první bankovky emitované také vládami. Ostatně, bankovky jsou speciálními státními dluhopisy, jejichž úroková míra (výnosnost) je nulová. Centrální banky byly původně zřízeny k zajištění emise bankovek a řízení obchodování s dluhopisy. Příkladem je Bank of England. Byla založena v roce 1694 jako soukromá banka podle Královské charty (royal charter). Hlavní její úlohou bylo získat pro stát peníze emisí dluhopisů zvaných gilts. Tento model se ujal v kontinentální Evropě v 18. století za přispění legendární Rotchildovy rodiny, která založila centrální banky v Německu, Francii, Rakousku a Itálii.

Jiným příkladem jsou USA. Během války o nezávislost proti Británii 13 rebelujících států emitovalo dluhopisy, aby uhradilo náklady války. Po vyhrané válce vzhledem k prioritě vlády stavět novou zemi existoval politický tlak nesplatit dluhopisy či alespoň je splatit výběrově. První americký ministr financí Alexander Hamilton odolal těmto tlakům a také Thomasovi Jeffersonovi, nazval dluh "cenou za svobodu" a požadoval jeho plné splacení. Hamilton tak zajistil, že nová země se připojila ke skupině zemí, jejíž dluhy byly vždy

splaceny. USA nikdy neselhaly ve svém dluhu. Avšak v historii obecně některé země ve svém dluhu selhaly. Příkladem z poslední doby je Rusko a Argentina. Obecně se úroková míra státních dluhopisů (snad s výjimkou některých zemí, které selhaly ve svém dluhu), označuje za bezrizikovou úrokovou míru.“ (Jílek, 2009, s. 319 – 321).

Dluhy rostou, počet emitentů také

„Při splatnosti jedněch dluhopisů stát běžně emituje nové dluhopisy. Obecně státní dluhy mají tendenci růst a splácení se odsouvá na další generace. Na konci roku 1981 státní (federální) dluh USA činil 1028 mld. dolarů a na konci roku 2007 již 9229 mld. dolarů. Země emitují dluhopisy s velkým spektrem původní splatnosti, a to od několika měsíců až po 50 let. Nyní dluhopisy kromě států emitují také podniky i různé místní orgány (města) za účelem financování existujících nebo nových programů. Od začátku 20. století dluhopisy emitovaly také podniky, které běžně selhávají. Výnosnost takových dluhopisů je vyšší než bezriziková úroková míra, čímž se kompenzuje vyšší úvěrové riziko podniku.“ (Jílek, 2009, s. 319 – 321).

1.2 Členění dluhopisů

Už v 17 století, jak uvádí Jílek (2009), začalo obchodování s dluhovými instrumenty. Pochopitelně tenkrát se většinou jednalo o primitivní formy dluhopisů. V průběhu času se začaly formovat různé druhy dluhových cenných papírů, zkrátka se začaly členit, např. za různý dluhopis byla různá kuponová sazba, nebo také sazba nebyla stanovena vůbec. Členění dluhopisů je stěžejní věcí v této problematice. Protože i spořicí státní dluhopisy, o kterých pojednává práce, se člení do několika druhů.

1.2.1 Členění dle emitenta

Jedno z nejužívanějších členění je podle emitenta. **Emitentem** je vydavatel dluhopisu, bývá to z pravidla právnická osoba, avšak emitentem může být i osoba fyzická, která musí splňovat určitá stanovaná specifika. Hlavním z nich je, že subjekt musí být bankou s místem podnikání na území země Evropské unie nebo jiné země tvořící Evropský hospodářský prostor. Taktéž musí mít od ČNB udělenou dle zákona o bankách, platnou bankovní licenci. Před vydáním dluhopisů je nutné, aby emitent předložil České národní bance emisní podmínky, které musí projít schválením. Po té může emitent dluhopis vydat. (Jílek, 2009, s. 404).

Jedním z rozdělení dluhopisů, je právě podle kriteria „**emitent**“. Toto kritérium se pak dále rozděluje na dluhopisy veřejného sektoru, dluhopisy bankovní a dluhopisy korporátní neboli také dluhopisy podnikové. Dále se pak jednotlivé druhy definují následovně:

- a) **Dluhopisy veřejného sektoru**, tyto cenné papíry emituje vláda a její instituce. Dále pak obce nebo města a v těchto případech se jedná o dluhopisy komunální. Obvykle to jsou velká hlavní města nebo města statutární. Jsou určeny k získání dlouhodobých finančních prostředků, které slouží primárně ke krytí deficitů obecních, kraj-ských centrálních rozpočtů nebo krytí schodků ostatních rozpočtů spadající do veřejného sektoru. Tak jako u všech dluhopisů, mají věřitelé nárok na finanční úrok, který se vyplácí z příslušného rozpočtu, pro který byl dluhopis vydán. Tedy pokud vydává statutární město komunální dluhopis, i kuponová odměna bude hrazena z městského rozpočtu.
- b) **Bankovní dluhopisy**, banky většinou nevydávají dluhopisy pro krytí svého rozpočtu, ale pro získání dlouhodobých finančních prostředků na delší dobu, které mají obvykle širokospektré využití. Tak jako u dluhopisů veřejného sektoru, vyplácí i banky kuponový výnos, který se vyplácí ze zisku banky.
- c) **Dluhopisy korporací**, jedná se o dluhopisy tzv. velkých podniků. Příkladem jsou v České republice dluhopisy společnosti ČEZ nebo třeba Telefoniky O2. Tyto dluhopisy emituje korporátní sektor také za účelem získání dlouhodobých zdrojů. Na trhu se vyskytuje i určitý zvláštní typ těchto dluhopisů, kterými jsou tzv. „prašivé dluhopisy“. Tyto dluhopisy jsou charakteristické svou nízkou kvalitou než standardní dluhopis. Mimochodem právě tento typ cenných papírů hrál významnou roli v první fázi ekonomické krize v letech 2008 a 2009, kdy se na trhu velmi obtížně hledala jejich cena, vzhledem k neochotě investorů s těmito typy dluhopisů obchodovat. (Musílek, 2011, s. 40), (BCPP, 2012)

1.2.2 Členění dle výnosu

Do dalších rozdělení se řadí neméně důležité členění dluhopisů a to podle výnosu. Nicméně, jak je o dluhopisech známé, výnos neobstarávají jen tzv. kupóny, laicky by se dalo uvést „úroky z dluhopisu“, ale ony výnosové složky u dluhopisů jsou rovnou dvě. **První** se označuje za tzv. kuponovou složku a stejně tak se dá laicky označit za složku úrokových

výnosů. Tyto výnosy jsou závislé na růstu či poklesu úrokových sazeb vydaných v době vydání dluhopisu. S podobným princem je možné se setkat u nástrojů peněžního trhu. Běžněji jsou vydávány obligace s pevným kuponem a u těchto se v průběhu existence dluhopisu výnos nemění, avšak existují i obligace, u kterých je výnos přímo odvislý od krátkých úrokových sazeb nebo třeba od inflace, pak se hovoří o tzv. indexovaných nebo také alternativně protiinflačních dluhopisech. (Kohout, 2010, s. 19)

Dluhopisy disponují i **druhou** výnosovou složkou a to je tzv. složka kapitálových výnosů. Většina dluhopisů, především státních je dobře obchodovatelná na burze cenných papírů. Právě na sekundárním trhu si může každý účastník tohoto trhu dluhopis zakoupit. Ten však za svou dobu má různou obchodovatelnou cenu. Zde hraje důležitý faktor úroková míra. Mohou se také objevit i záporné kapitálové výnosy. Tedy neplatí, že dluhopis může vždy přinést jen zisk. Podstatné jsou právě úrokové míry. Dluhopisy jsou na ně nepřímě závislé a platí zde pravidlo, že pokud úrokové sazby nebo míry klesají, rostou tržní ceny obligací. Naopak růst sazeb obvykle vyvolává oslabení dluhopisových nástrojů. Např.: Pokud je na trhu dluhopis za 3% kuponovou sazbu a vzroste-li úroková sazba, emitenti budou vydávat nové dluhopisy již za vyšší sazbu tedy např. za 3,5%. O stávající dluhopisy tedy kupující ztrácí zájem a jejich tržní cena klesá. Pro úplnost to znamená, že se na trhu musí snížit jejich cena, aby byly atraktivnější pro koupi a vyrovnali se nově vydávaným dluhopisům. A naopak v případě klesajících úrokových sazeb se na trhu mohou již objevovat dluhopisy s kuponovou sazbou 2,5% a tedy větší poptávka je v tomto případě o dluhopis za 3%, tím pádem pak jeho cena stoupá. (Kohout, 2010, s. 19). (Faerber, 2000).

Kuponová složka určuje, jaký typ kuponu dluhopis nese. Tyto cenné papíry se rozdělují na obligace s pevným kuponem, ale i s kuponem pohyblivým či dokonce nulovým. Rozdíl v jednotlivých formách je:

- *Dluhopis s pevnou kuponovou sazbou (s pevným výnosem)*: Na celou dobu existence dluhopisu je stanovena pevná kuponová sazba, která se nemění. Tedy i vyplacené úroky (kupony) jsou vždy ve stejné výši. Z pohledu tržního a cenové volatility budou vždy tyto dluhopisy výrazně volatilnější než dluhopisy s pohyblivou kuponovou sazbou.
- *Dluhopisy s pohyblivou kuponovou sazbou (s variabilním výnosem)*: se označují zkratkou FRN (*Floating Rate Notes*). Označují se však i jako dluhopisy s floatem

nebo floatové dluhopisy, opět záleží na typu literatury. Sazby jsou tedy pohyblivé a odráží se přímo od vývoje sazeb mezibankovního peněžního trhu. Tyto sazby jsou známé pod označením LIBOR nebo v České republice používané označení PRIBOR. Ve většině případů mají cenné papíry určitý základ. Buď je to stanovená přesná procentuelní cena. Tedy, že kuponová sazba bude 2% plus např. (O/N,1M/3M) PRIBOR atd. nebo může být základem také nějaká veličina, např. míra inflace. Největší devizou je to, že odráží vývoj cen na trhu. Cenová volatilita je pak výrazně nižší, jak u dluhopisů s pevným kuponem.

- *Dluhopisy s nulovým kuponem (zero kupon bonds):* třetím takovým základním dluhopisem je často označovaný zerobond, který oproti předchozím nepřináší žádnou kuponovou sazbu. Prodává se většinou s tzv. diskontem. Tedy výnosem je rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou. Bývá například velmi oblíbeným nástrojem pro nákup podkladového aktiva do tzv. zajištěných/garantovaných podílových fondů. Prakticky se tento dluhopis nakupuje za sníženou cenu z nominální hodnoty např. 98% s tím, že za rok se prodává za nominální cenu 100%. Výnosem ročního zero-bondu je v tomto případě 2% roční sazba. (Polouček, 2009, s. 172).

Uvedené tři formy jsou tedy naprostým základem a zároveň nejčastěji používanými druhy dluhopisů. Krom těchto tří výnosových rozdělení existují však ještě další typy dluhopisů členěné dle výnosu. Mezi ně patří ještě například.

- „Indexované dluhopisy – jsou svou nominální hodnotou navázány na vývoj podkladového aktiva nebo ekonomické veličiny. Např. inflace. S tímto druhem dluhopisu počítá i nová emise spořicíh státních dluhopisů.
- Prémiové dluhopisy – mají poměrně nízkou kuponovou sazbu, ale jsou slosovateľné a umožňují majiteli získat určitou prémii v podobě věcné ceny nebo finanční odměny.
- Ziskové dluhopisy – jsou vypláčené výnosy závislé na zisku emitenta.“ (Polouček, 2009, s. 172).

1.2.3 Členění dle ostatních kriterií

Dluhopisy se člení podle velkého množství kriterií. Mimo jmenovaných se na finančních trzích se objevují také tyto typy dluhopisů:

- Dluhopisy členěné dle zajištění
- Dluhopisy členěné dle původu země (domácí, zahraniční, euroobligace, případně duální dluhopisy).
- Dluhopisy členěné dle způsobu splacení dluhopisu (u těchto cenných papírů může emitent požádat o předčasné splacení dluhopisů). Další kapitolou jsou ještě tzv. vyměnitelné *konvertibilní* dluhopisy, ty udávají právo majiteli před dnem splatnosti dluhopisu, si vyměnit dluhové papíry za akcie firmy emitenta a poslední tzv. opční dluhopisy, k těmto cenným papírům se dává tzv. opční list. U těchto druhů má majitel možnost, za pevně stanovenou cenu koupit akcie emitenta. Tedy rozdílem mezi konvertibilními a opčními dluhopisy je takový, že u konvertibilních, si může dluhopisy za akcie vyměnit – cena není stanovena, avšak u opčních má přímo majitel dluhopisu od emitenta opčně deklarovaný závazek za předem stanovenou cenu. (Polouček, 2009, s. 172 – 173).

1.3 Náležitosti dluhopisu

Dluhopis je cenný papír, který musí mít určité formální prvky a náležitosti tak, aby mohl být identifikován opravdu jako dluhový cenný papír. Tuto otázku řeší i zákon, který stanovuje platné náležitosti. Jedná se znovu o zákon č. 190/2004 Sb. a pevně definuje, co má dluhopis obsahovat, aby mohl být považován za platný cenný papír. Zákon dělí náležitosti dluhových cenných papírů do forem, v kterých mohou být vydány. A jsou to formy listinné a zaknihované. O odlišnostech forem pojednává úvodní kapitola.

„(1) Dluhopis vydávaný v listinné podobě má tyto náležitosti

a) údaje o emitentovi

- u právnické osoby obchodní firma nebo název, sídlo a identifikační číslo, bylo-li přiděleno,
- u fyzické zahraniční osoby jméno a příjmení, datum narození, bydliště v České republice, obchodní firma, místo podnikání a identifikační číslo, bylo-li přiděleno,

b) název dluhopisu, který obsahuje slovo "dluhopis", a u zvláštního druhu dluhopisu označení jeho druhu,

- c) identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cen-
ných papírů, je-li přidělováno, nebo jiný údaj identifikující dluhopis,
- d) jmenovitou hodnotu,
- e) údaj o schválení emisních podmínek,
- f) výnos dluhopisu nebo způsob stanovení jeho výše,
- g) datum emise,
- h) způsob a místo výplaty jmenovité hodnoty dluhopisu a výnosu z něho,
- i) formu dluhopisu,
- j) prohlášení emitenta, že se zavazuje splatit dlužnou částku způsobem a v místě uve-
deném v emisních podmínkách,
- k) data splatnosti dluhopisu a výnosu z něho, není-li výnos určen rozdílem mezi jme-
novitou hodnotou dluhopisu a jeho nižším emisním kurzem,
- l) číselné označení dluhopisu,
- m) u dluhopisu znějícího na jméno i jméno a příjmení, obchodní firmu nebo název jeho
prvního vlastníka,
- n) podpis nebo otisk podpisu osob oprávněných k datu emise jednat jménem emitenta,
anebo podpis nebo otisk podpisu emitenta.

(2) Zaknihovaný dluhopis má náležitosti podle odstavce 1, s výjimkou náležitostí uvede-
ných pod písmeny l), m) a n).“ (zákon č. 190/2004 Sb., § 2, 2004)

U listinné formy dluhopisu může být přiložen ještě tzv. kuponový arch s talónem, pokud se
jedná o dluhopis, který není diskontovaný. Kuponový arch se skládá z jednotlivých pouká-
zek na výplatu kuponu a ten je vyplacen po jeho předložení. Talón slouží k tomu, aby měl
majitel dluhopisu možnost, zajistit se další kuponový arch. Obvykle bývá využito u dluho-
pisů s delší dobou splatnosti, kdy k výplatě nestačí jen jeden kuponový arch. (Investuje-
me.cz, 2011)

1.4 Rating a hodnocení dluhopisů

Rating je výraz pro hodnocení rizikovosti daného subjektu. Odborná literatura ho přímo definuje takto: „Rating je nezávislé hodnocení, jehož cílem je zjistit, a to na základě komplexního rozboru veškerých známých rizik hodnoceného subjektu, jak je tento subjekt schopen a ochoten dostát včas a v plné výši všem svým splatným závazkům. Rating obecně je popisován jako stanovení rizika nedodržení závazku vyplývajícího z emise dluhopisů nebo jiných závazků provedené nezávislou agenturou, která emisi, resp. emitentovi udělí odpovídající ratingovou známku.“ (Vinš a Liška, 2005, s. 1)

O ratingu pojednává práce primárně v souvislosti s tím, že v minulém roce (2011) ratingové agentury poměrně zamotali hlavy v souvislosti s řeckou neboli dluhovou krizí i takovým zemím, jako jsou USA. Rating je právě důležitý pro hodnocení bonity emitentů, protože od ratingu se pak stanovuje kuponová sazba a výnos. Pochopitelně čím nižší rating, tak tím vyšší rizikovou prémii musí emitent ke kuponové sazbě připočítat, aby byl jeho dluhopis obchodovatelný. Dobrým příkladem z poslední doby je fakt, jak byly před zhruba pěti lety hodnoceny řecké dluhopisy a jak jsou dluhopisy hodnoceny dnes a hlavně, jakou mají díky riziku cenu. Patřily mezi dluhopisy s velmi dobrým ratingem. Takže bohužel to, že si investor dnes zakoupí dluhopis, který má dobu splatnosti třeba 7 let, nezaručuje, že za 7 let tento dluhopis nebude zcela bezcenný. Zde však má právě rating nezastupitelnou roli, protože udává alespoň částečnou predikci budoucího vývoje. Rating jako takový stanovují, bylo zmíněno, ratingové agentury. (Vinš a Liška, 2005)

1.4.1 Ratingové agentury

Ratingové agentury jsou vlastně nezávislé instituce, které rating jednotlivým subjektům přidělují a revidují ho. I Česká republika má své ratingové agentury, avšak nejvážnější hodnocení, které je považováno za celosvětově respektované, mají tři největší světové agentury. Jsou to: Moody's, Standard & Poor's a poslední Fitch rating.

Moody's funguje od roku 1914, zakladatelem byl John Moody, podle kterého je logicky pojmenována celá agentura. Moody's se nezabývá jen hodnocením ratingu, ale i dalšími aktivitami v oblasti ekonomie jako např. provádění finanční analýzy. **Standard & Poor's** vznikla asi o 30 let později v roce 1941 fúzí dvou firem Statistics Company a Poor's Publishing Company. Tak jako Moody's i SP se zaměřuje na další aktivity v oblasti hodnocení

investic a financí po celém světě. Posledním zástupcem je **Fitch Ratings**, která vznikla rok před Moody's v roce 1913 a zakladatelem nebyl nikdo jiný než John Knowles Fitch. Fitch Ratings patří do skupiny Fitch Group, které poskytují také komplexní analýzy finančního sektoru. Při analýze rozdělení trhu se ukazuje, že předchozí dvě firmy mají cca 40% tržní podíl. Samotný Fitch Ratings pak asi 16%. V příloze (P I.) této práce, je uveden přehled ratingových stupnic u jednotlivých ratingových agentur. (IHNEĐ.cz, 2012)

V dalších příložených tabulkách se objevuje rating ČR, který je pochopitelně velmi důležitý pro hodnocení státních dluhopisů. V tabulce (Tab. 1.) je uvedeno hodnocení závazků v domácí měně včetně výhledu a v tabulce (Tab. 2.) pak hodnocení dluhu v zahraničních měnách. Hodnocení je aktuální k 26. 8. 2011.

Tab. 1. – Rating pohledávek v domácí měně (MFČR, © 2005-2012 - a)

Ratingová agentura	Ocenění (Rating)	Výhled
Moody's	A 1	Stabilní
Standard & Poor's	A A	Pozitivní
Fitch Ratings	A A-	Pozitivní

Tab. 2. - Rating pohledávek v zahraniční měně (MFČR, © 2005-2012 - a)

Ratingová agentura	Ocenění (Rating)	Výhled
Moody's	A 1	Stabilní
Standard & Poor's	A A -	Pozitivní
Fitch Ratings	A +	Pozitivní

1.4.2 Hodnota dluhopisu

S kapitolou ratingu úzce souvisí kapitola hodnocení dluhopisu, u nichž by se dalo říct, že vlastně rating je jedním z atributů celkového hodnocení dluhopisů. Dluhopisy jsou velmi často označovány za konzervativní cenné papíry. Hodně záleží na typu dluhopisu, protože z konzervativního nástroje, se může velice lehce stát velmi dynamický a rizikový nástroj. Je tomu dáno změnou úrokových sazeb, změnou bonity emitenta (rating) a likvidity. Tyto atributy výrazně mění hodnoty dluhopisů na trhu. Po finanční krizi jsou zcela běžné tržní kurzové výkyvy některých dluhových cenných papírů i v řádech 10 až 20%.

„Hodnota dluhopisu je současná hodnota budoucích příjmů pro majitele tohoto instrumentu, což můžeme vyjádřit matematicky následujícím způsobem:

$$V_0 = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \frac{C_4}{(1+r)^4} + \frac{C_5}{(1+r)^5} + \dots + \frac{C_n + F_n}{(1+r)^n}$$

kde V_0 je hodnota dluhopisu,
 $C_{1,2,\dots,n}$ jsou roční úrokové platby,
 N je počet let do doby splatnosti,
 F_n je umořovací hodnota dluhopisu,
 r je tržní úroková sazba.“ (Musílek, 2011, s. 407)

1.5 Státní dluhopisy

Státní dluhopisy jsou stěžejní oblastí teoretické části. Dle zákona o dluhopisech 190/2004 Sb., se státní dluhopisy řadí mezi tzv. zvláštní druhy dluhopisů. Zákon se těmito zvláštním druhům věnuje ve své druhé části. Mimo státních dluhopisů, se do této kategorie řadí také dluhopisy komunální, hypoteční zástavní listy, vyměnitelné dluhopisy, prioritní dluhopisy, podřízené dluhopisy a sběrné dluhopisy.

Dle Jílka (2009 s. 410), dluhopisy vydávané Českou republikou jsou tedy **státními dluhopisy**. Šichtařová (2011, s. 119) zase uvádí, že státní dluhopis je cenný papír, jehož vydáním (emisí) a prodejem (aukcí) si stát půjčuje na financování schodku státního rozpočtu. A také velice vtipně vzpomíná na to, jak se jeden nejmenovaný český politik proslavil hláškou „dluhopisy se přece nesplácí“. Jak potvrzuje Šichtařová (2011, s. 119), tak měl z části pravdu, protože stát z pravidla novou emisí splatí tu starou. Faktem pravděpodobně bude, že u spořicích státních dluhopisů tomu také nebude jinak. (2011, s. 119). Jsou dvě formy vydávání státních dluhopisů. Buď mohou být vydány na základě zvláštního zákona o státním dluhopisovém programu, nebo podle zvláštního zákona, který pověřuje ministerstvo financí státní dluhopisy vydat, popřípadě mu vydání státních dluhopisů umožňuje.

Státní dluhopisy se opět určitým způsobem dělí. Krátkodobé státní dluhopisy s dobou splatnosti do 1. roku se označují jako **státní pokladniční poukázky**. Pak existují dluhopisy České národní banky a ty se označují jako **poukázky České národní banky**. Dluhopisy s dobou splatnosti 2 až 10 let se označují zase za **střednědobé státní dluhopisy** nebo

dlouhodobé státní dluhopisy s dobou splatnosti více jak 10 let. (Jílek, 2009, s. 410 – 411).

Procesně pak předkládá vláda poslanecké sněmovně stanovisko o dluhopisovém státním programu. Toto stanovisko vydává na žádost vlády, Česká národní banka, dále jen ČNB. Tímto stanoviskem je pověřeno ministerstvo financí, vydat emisi státních dluhopisů.

Česká národní banka má možnost vydat společné emisní podmínky, ty pak zveřejňuje ve Věstníku ČNB. Emisní podmínky dluhopisů ČNB měnit v žádném případě nesmí!

V České republice se státní dluhopisy prodávají výhradně prostřednictvím České národní banky. V zahraničí je již tato situace složitější. Zde musí ministerstvo vybrat některého z obchodníků s cennými papíry, s ním pak uzavřít smlouvu o této činnosti, tedy o obstarávání a umístění státních dluhopisů.

Správu dluhu a jeho splacení koordinuje MFČR, nebo jím pověřená osoba. (Jílek, 2009, s. 410 – 411).

ČNB umísťuje na primární trh emise státních dluhopisů, které si mohou zakoupit účastníci primárního trhu formou aukce. Vydávají se formou zaknihovaných cenných papírů evidovaných u CDCP. Pokud by se aukce chtěl zúčastnit subjekt mimo primární trh, je nutné se dohodnout s účastníkem primárního trhu a ten musí o tento objem navýšit objednávku. (ČNB, 2011) V tabulce (Tab. 3.) je přehled, kdo je přímým účastníkem primárního trhu.

Tab. 3. – Seznam primárních dealerů státních dluhopisů ČR (ČNB, © 2003-2012)

Název přímého účastníka	Sídlo přímého účastníka
Barclays Bank Plc	1 Churchill Place, London E14 5HP, UK
Citibank Europe plc, organizační složka	Bucharova 2641/14, 158 02 Praha 5
Československá obchodní banka, a.s.	Radlická 333/150, Praha 5
DEUTSCHE BANK AG	Winchester House, 1 Great Winchester Street London, EC2N 2DB, UK
ERSTE Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Vienna	Graben 21, A 1010 Vienna
Goldman Sachs International	133 Fleet Street, London EC4A 2BB, UK
HSBC BANK PLC	8 Canada Square, London E14 5 HQ, UK
ING Bank N. V.	Nádražní 344/25, 150 00 Praha 5
J. P. Morgan Securities Ltd.	125 London Wall, London EC2Y 5AJ, UK
Komerční banka, a.s.	Na Příkopě 33/969, Praha 1
PPF banka a.s.	Evropská 2690/17, Praha 6
The Royal Bank of Scotland N. V.	Jungmannova 745/24, Praha 1
UniCredit Bank Czech Republic, a.s.	Na Příkopě 858/20, Praha 1

1.5.1 Druhy státních dluhopisů

Státní dluhopisy, jak je uvedeno v bodě, 1.5 se dělí na krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé. Střednědobé a dlouhodobé dluhopisy jsou uváděny přímo pod pojmem státní dluhopisy, avšak existují i zároveň specifické dluhové státní cenné papíry. Jedná se o státní pokladniční poukázky a povodňové dluhopisy a spořicí státní dluhopisy, které byly v ČR emitovány.

1.5.1.1 Státní pokladniční poukázky

Těmito státními pokladničními poukázkami jsou udávány státní dluhopisy krátkodobé, ale též se dají označit za úvěrové a diskontované cenné papíry, protože u nich není stanovována kuponová sazba, ale prodávají se s nižší nominální cenou, s již zmiňovaným diskontem. Cílem emise těchto krátkodobých státních dluhopisů není nic jiného, než krytí krátkodobého nesouladu ve státním rozpočtu mezi příjmovou a výdajovou stranou. Jsou označovány za cenné papíry se splatností do jednoho roku, nejčastěji se však objevují v emisích na období 3,6 a 9 měsíců. Emitují se i třeba poukázky dvoutýdenní. (Polouček, 2009, s. 174)

Tyto pokladniční poukázky jsou charakteristické většinou nižším výnosem, než státní dluhopisy střednědobé či dlouhodobé, avšak není možné jimi financovat celý státní dluh.

Slouží opravdu jen ke krytí krátkodobých rozdílů příjmů a výdajů. Většinou se jejich objem zvětšuje v obdobích recese nebo v nějakých nenadálých náhlých potřebách státu. Jejich emitováním je pověřeno tak jak u státních dluhopisů MFČR prostřednictvím ČNB.

A nakonec nesporná výhoda těchto poukázek je jejich likvidita. Z toho důvodu je například oblíbeným nástrojem třeba fondů peněžního trhu a také jako krátkodobé zajištění portfolia. Ovšem pro běžného investora je možností koupit si poukázky velmi omezená, protože jejich minimální pořizovací (nominální) cena je velice vysoká. (Polouček, 2009, s. 174)

1.5.1.2 Povodňové dluhopisy

MFČR připravilo produkt spořicíh státních dluhopisů pro občany. V minulosti však na českém dluhopisovém trhu byl obdobný produkt, který si mohli běžní občané zakoupit. Jednalo se o tzv. povodňové dluhopisy. O vydání a prodeji těchto dluhopisů rozhodla vláda po ničivých povodních v roce 1997. Dluhopisy byly vydány ve dvou sériích a to v roce 1997 a 2002. Hlavním účelem mělo být získání rychlých finančních zdrojů od drobných investorů, které se alokovaly následně do míst postižených těmito povodněmi. Tyto cenné papíry byly velice atraktivní primárně díky kuponové sazbě, která byla nastavena a odvislá od míry inflace, tedy to, co většina drobných a konzervativních investorů vyžaduje. Co bylo na povodňových dluhopisech také lukrativní, byla nízká pořizovací neboli nízká nominální hodnota požadovaná pro uskutečnění nákupu, a to 1 000, resp. 10 000 Kč. Administrátora a subjekt, který vyplácel kuponový výnos v tomto případě, byla Česká spořitelna. Dluhopisy bylo možné prodat na kapitálovém trhu, tedy na sekundárním trhu i před dobou splatnosti. (Polouček, 2009, s. 168)

Náhled na vzor povodňového dluhopisu je v příloze (P II.).

1.5.1.3 Spořicí státní dluhopisy

V roce 2011, přišlo MFČR s novinkou a to realizací nového produktu spořicíh státních dluhopisů nebo též dluhopisů pro občany či retailové dluhopisy. V některých zdrojích je uveden pojem „Kalouskovi dluhopisy“, protože i když myšlenka emitování retailových dluhopisů je již několik let stará, tak právě Miroslav Kalousek uvedl tuto myšlenku do praxe a koncem roku 2011, si občané České republiky, mohli nakoupit první státní dluhopisy přímo od ČNB prostřednictvím tří největších bank. Jedná se o oblíbený prostředek zhodno-

cení peněz nebo také o vypůjčení peněz státu, který je již běžně zaveden v mnoha zemích EU. MFČR upravuje spořicí státní dluhopisy následovně:

„Jedná se o zaknihované cenné papíry, které vydává Ministerstvo financí, jsou evidovány v elektronické podobě v evidenci vedené Ministerstvem financí. Spořicí státní dluhopisy nejsou obchodovatelné na regulovaném trhu, např. na burze cenných papírů. Spořicí státní dluhopisy mohou podle emisních podmínek upisovat pouze fyzické osoby a neziskové společnosti.“ (MFČR, © 2005-2012 - b)

Podrobnější podmínky a analýza této první emise bude rozebrána v praktické části práce. Druhá část teoretické sekce je zaměřena na problematiku veřejného dluhu a jeho řízení.

2 TEORIE VEŘEJNÉHO DLUHU

Veřejný dluh nebo také veřejné zadlužení, je výraz, který je v posledních měsících a letech velmi často skloňován, především při pohledu na speciální webové stránky, které závratnou rychlostí ukazují, jak v České republice roste veřejný dluh. Tato situace však není řešena jen u nás, ale i ve většině států Evropské unie a tzv. západního světa. Tempo zadlužení v posledních 20-ti letech rostlo závratnou rychlostí. Proč? Aby se nastartovaly tzv. post-komunistické ekonomiky nebo třeba jen proto, aby vlády udržely tempo ekonomického růstu a nechtěly se jen tak smířit s případnou stagnací či dokonce recesí ekonomiky. Pochopitelně z toho nyní vzniká obrovský problém, který se postupně mění v tzv. dluhovou krizi. Přístup k řešení zadlužení, mají odlišné politické subjekty různé, avšak již nyní se dá říct, že hodně občanů má do peněženky v souvislosti s nutnými úsporami, velmi hluboko. Tématika veřejného dluhu přímo souvisí s problematikou dluhopisů, protože právě prostřednictvím dluhových cenných papírů se financuje státní, potažmo veřejný dluh. Obvykle se laické veřejnosti pletou pojmy, jako jsou veřejný dluh a státní dluh. Jak jsou definovány, jaký je mezi nimi rozdíl a jak se dají vnímat, je vysvětleno v následující kapitole práce.

2.1 Veřejný dluh vs. Státní dluh

Tak jako u dluhopisů, platí to stejné pro veřejný dluh, že definic tohoto pojmu je mnoho. Jedna z těch nejznámějších definuje, že veřejný dluh není nic jiného, než kumulované schodky (deficity) veřejných rozpočtů ať už státních nebo místních. (Peková, Pilný a Jetmar, 2008, s. 214). Hamerníková a Maatyová (2010, s. 79) říkají, že příčinou vzniku deficitu veřejného dluhu je také zejména financování určitých činností, programů, projektů a institucí, které se souhrnně označují za veřejné výdaje. Z pohledu toho, že se jedná o schodky veřejných rozpočtů, také znamená, že jde o zadlužování více vlád, tedy jedná se o dlouhodobý problém, který vzniká za několik generací. Dvořák (2008, s. 79) však říká, že je daleko důležitější způsob úhrady než způsob vzniku dluhu. Z tohoto pohledu je tedy skutečností, že tzv. **„veřejný dluh představuje pohledávku vůči současné i budoucí daňové povinnosti obyvatelstva.** V tomto smyslu je také v anglické terminologii používán pojem *public debt*.“. A poslední definicí pro srovnání je náhled Šichtařové (2011, s. 119), která **veřejným dluhem označuje** širší pojem než je vládní dluh. „Jedná se o celkové zadlužení nejen vlády, ale k tomu i územních celků a obcí, tedy součet všech jejich předešlých schodků. Problémem často bývá, že vlády hledí jen na současnou prosperitu a sou-

časnou situaci. To, že za 20 nebo 30 let bude obyvatelstvo muset řešit schodky rozpočtů vytvořených touto vládou, je zkrátka a dobře nezajímá.

V úvodu kapitoly bylo zmíněno, že laická veřejnost si velmi často plete dluh veřejný s dluhem státním, avšak tyto pojmy opravdu nejsou stejné. Státní dluh je dluhem pouze centrální vlády, tedy především ho tvoří souhrnné schodky státního rozpočtu. Státní dluh je největším procentem z dluhu veřejného v podstatě ve všech státech. Obvykle dosahuje 80 – 90% dluhu veřejného. Oproti tomu onen veřejný dluh je tedy souhrn všech schodků rozpočtů, které tvoří soustavu veřejných financí. V anglické terminologii se označuje jako *general government dept.* Z uvedeného vyplývá, že státní dluh je jednou ze složek veřejného dluhu. Veřejný dluh se tedy skládá:

- ze státního dluhu centrální vlády
- z dluhů orgánů místní správy a samosprávy – zde se nachází např. dluhy obecní nebo dluhy krajské, označovány jako dluhy vyšších územně správních celků
- z dluhů parafiskálních fondů (např. fondy zdravotního pojištění)

Podíl centrální vlády tedy státního dluhu na dluhu veřejném, je asi 80%, ale jak bylo uvedeno, může to být i více, každý zdroj uvádí rozdílné číslo.

Důležitý je i rozdíl mezi tzv. čistým a hrubým dluhem. Hrubý dluh obsahuje souhrn všech závazků určitého subjektu bez ohledu na objem vlastních pohledávek, naopak dluh čistý zahrnuje souhrn všech závazků po odečtení vlastních pohledávek. Pro centrální vládu je pochopitelně lepší pozice, když je uváděno číslo v čistém dluhu. Ne vždy však jde odpovědět na otázku jak pohledávky přesně oceňovat a jak odečítat od celkového hrubého dluhu. (Dvořák, 2008, s. 79, 80 a 84).

2.1.1 Metodika vykazování vládního deficitu a dluhu

Vysvětlení metodiky a problematiky vykazování vládního deficitu a dluhu, je popsán nejlépe ministerstvem financí, kdy samotné ministerstvo definuje metodiky následovně: „Existují dva základní způsoby vykazování vládního dluhu a deficitu. Podle metodiky **Mezinárodního měnového fondu (GFS 1986, resp. GFS 2001)** a podle metodiky **Eurostatu (ESA 95)**. Odlišnosti mezi nimi lze zjednodušeně popsat jako rozdíl mezi jednoduchým účetnictvím, které pracuje s peněžními toky, a podvojným účetnictvím, které sleduje také pohledávky a závazky. Aktuální **ESA 95**, na rozdíl od metodiky GFS 1986, zahrnuje navíc

následující subjekty: Podpůrný garanční rolnický a lesnický fond, Vinařský fond, ČKA a její dceřiné společnosti, Českou inkasní, Správu železniční a dopravní cesty, PPP centrum, veřejné vysoké školy, veřejné výzkumné instituce, Asociaci zdravotních pojišťoven, Centrum mezistátních úhrad a část příspěvkových organizací.

Nová metodologie **GFS 2001** se svojí podstatou blíží metodologii ESA 95 (metodika ročních národních účtů). Na rozdíl od systému GFS 1986, který pracuje s daty pouze na pokladní bázi, **zachycuje nová metodologie účetní operace rovněž i na aktuální bázi: tzn., že transakce a ostatní ekonomické toky jsou zaznamenávány v okamžiku, kdy se ekonomická hodnota vytváří, transformuje a zaniká a také tehdy, když se pohledávky a závazky zvyšují, zanikají nebo transformují.** Zahrnuje tak všechny události, které mají vliv na finanční výkonnost, pozici nebo likviditu vládního sektoru. **Tvoří ucelený koncepční a účetní rámec, poskytuje relevantní údaje pro analytickou činnost a následně pro hodnocení či případné změny fiskální politiky.**“ (MFČR, © 2005-2012 – c, d)

2.1.2 Odbor řízení státního dluhu

S růstem státního dluhu vznikala i otázka o pověření nějakého útvaru, který by se zabýval přímo řízením státního dluhu. Od roku 1990 se k této otázce vyjadřovalo tzv. Oddělení Státních cenných papírů. Existovalo do roku 2003, kdy vstoupilo v platnost rozhodnutí ministra financí označované 19/2003 a vzniklo samostatné oddělení Řízení státního dluhu.

V roce 2005 dochází k další modifikaci na **Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku**, který spadá přímo pod řídicí činnost náměstka ministra financí. Bylo tak ustanoveno po externím auditu firmy Deloitte & Touche, což mělo zabezpečit vyšší efektivitu a racionalizaci při řízení státního dluhu. Poslední změnou byla v roce 2011 restrukturalizace odboru na tři samostatná oddělení. **Oddělení Financování státu a řízení likvidity, Oddělení Řízení rizik a strategie portfolia a Oddělení Správy a vypořádání finančních operací.** MFČR, © 2005-2012 – e)

Řízení státního dluhu je důležitá činnost, která je neustále ve vývoji. S nástupem dluhové krize se poměrně hodně otevírá otázka jakým způsobem konsolidovat veřejné finance. Nabízí se spousta variant ať už vládních škrtnů na rozpočtové straně výdajové tak posílení daňové zátěže na straně příjmové. K tomuto tématu je také vhodné zmínit teorii cyklického deficitu státního rozpočtu. „**Cyklický deficit státního rozpočtu** je vyrovnáván přebytky

státních příjmů nad výdaji. V letech kdy ekonomika roste, je státní rozpočet přebytkový. Tento přebytek pak v době poklesu ekonomického růstu pomáhá vyrovnat v předchozí době vzniklý deficit, čímž je z dlouhodobého hlediska státní rozpočet vyrovnaný.“ (Kloudová, 2009, s. 179).

2.2 Veřejný rozpočet

Veřejný dluh pochází ze schodků veřejných rozpočtů. Tyto veřejné rozpočty se sestavují vždy na každý rok, tedy na jedno rozpočtové období. Rozpočtová období bývají často shodná s kalendářním rokem, ale nemusí tomu tak být. V České republice tomu tak je, tedy všechny veřejné rozpočty jsou totožné s kalendářním rokem. Nad rámec veřejných rozpočtů se sestavují ve vyspělých státech také různé střednědobé rozpočty nebo střednědobé prognózy a i v ČR je tento systém zaveden. Veřejný rozpočet se dá chápat v různých souvislostech.

- Veřejný rozpočet jako peněžní fond: uvádí se zde základní pravidla fiskálního federalismu, že veřejné rozpočty jsou sestavovány na bázi **nenávratnosti, neekvivalence a nedobrovolnosti**. Nikdo nemůže očekávat, že se mu odvod do veřejného rozpočtu jakkoliv vrátí, stejně tak nemůže očekávat jakoukoliv ekvivalentní kompenzaci, že za odvedené zdroje dostane stejnou mírou určitý přesně definovaný podíl veřejných statků a nakonec se také do tohoto fondu přispívá nedobrovolně. Tedy souhrnně se definuje jako nějaký fond, do kterého se přispívá většinou formou daní a poplatků a výdajem jsou pak veřejné statky.
- Veřejný rozpočet jako bilance: bilance znamená bilancovat mezi nějakými alternativami. V tomto směru se jedná o bilanci mezi příjmy a výdaji veřejného rozpočtu. Z pohledu bilance jsou pak tři druhy pohledů na veřejný rozpočet. A to kdy příjmy jsou vyšší jak výdaje, tím nám vzniká rozpočet přebytkový, opakem, kdy jsou výdaje vyšší nad příjmy je rozpočet schodkový a posledním pohledem je rozpočet vyrovnaný, kdy se logicky příjmy rovnají výdajům.
- Veřejný rozpočet jako finanční plán: z pohledu veřejného rozpočtu jako finančního plánu se uvádí, že se jedná vlastně o plánovanou predikci příjmů a výdajů rozpočtu. Podle nějaké skutečnosti, z pravidla podle minulé rozpočtového roku, se stanovuje jak asi velké příjmy a výdaje se očekávají. V průběhu rozpočtového roku se plynule

z došlých příjmů uhrazují výdaje a na konci roku by se pak mělo dojít k plánované skutečnosti. Pochopitelně toky výdajů a příjmů ovlivňuje spousta vlivů, proto musí vláda včas na neočekávané vlivy reagovat, tak aby se na konci fiskálního roku dostala na schválené číslo.

- Veřejný rozpočet jako nástroj veřejné politiky a nástroj řízení: každá vláda nebo tvůrce veřejného rozpočtu (kraj, obec), si klade za cíl mít vyrovnaný veřejný rozpočet. Na všech úrovních, kde se sestavují veřejné rozpočty, je veřejný rozpočet nástrojem financování volebních programů. Dá se také říct, že je i nástrojem na financování předem dohodnutých potřeb. (Dvořák, 2008, s. 212 – 219)

Souhrnně je nutno uvést, že veřejný dluh je dluh všech občanů státu. Jak se veřejný dluh v ČR vyvíjí a jakým typem financování se kryje, bude rozebráno v praktické části.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

3 STRUKTURA A VÝVOJ VEŘEJNÉHO DLUHU

V teoretické části je obsaženo, z čeho se skládá veřejný dluh, jak fungují veřejné rozpočty, jak je chápat. Veřejnému dluhu, který v ČR republice dosahuje v současné době necelé 1,6 bilionu korun, se věnuje i první část praktické části práce. Zadluženost vůči HDP je zhruba 40%. V této části bude uvedena analýza vývoje největších složek, které se na veřejném dluhu podílí. Tedy obce, kraje a stát a vývoj jejich zadluženosti.

3.1 Vývoj zadluženosti obcí a krajů

Nejmenším územním celkem je obec. „**Obce** (včetně jimi zřízených příspěvkových organizací) vykázaly ke konci roku 2010 celkový dluh ve výši **83,3 mld. Kč**. Proti skutečnosti roku 2009 se jedná o **nárůst o 3,4 %**, což v absolutním vyjádření znamená zvýšení o 2,7 mld. Kč. V roce 2010 došlo k překonání dosud nejvyšší dosažené hodnoty dluhu obcí z roku 2006.“ (MFČR, © 2005-2012 – f)

Tab. 4. – Vývoj zadluženosti obcí v letech 2004 – 2010 v **mld.** (MFČR, © 2005-2012 – f)

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Úvěry	38,5	43,7	47,1	46,7	47,4	55,8	59,9
Komunální dluhopisy	23,9	23,5	22,9	22,6	22,7	14,7	15,8
Přijaté návratné fin. výpomoci a ost. dluhy	12,4	11,8	10,9	9,9	10	10,1	7,6
Celkem	74,8	79	80,9	79,2	80,1	80,6	83,3

Tabulka (Tab. 4.) ukazuje, že dochází k nárůstu úvěrů a emisí komunálních dluhopisů. Naopak pokles je v roce 2010 u přijatých nevratných finančních výpomocí a ostatních dluhů. Vzhledem k tomu, že rok 2011 ještě není plně uzavřen a stát nemá k dispozici aktuální data, je rok 2010 posledním komplexně uzavřeným rokem. Jednotlivé ukazatele zadluženosti jsou následující:

Úvěry, jedná se o úvěrové obchody, které obce využívají primárně na řešení místních technických vybavení obcí nebo jejich obnově. Sem patří např. opravy místních komunikací, renovace kanalizací nebo třeba výstavby čistíren odpadních vod. Právě na tyto projekty řada obcí čerpá úvěry, které jsou doplňkem financování projektů. Část zdrojů obce většinou mají k dispozici v rámci svého finančního majetku a část pokryje dotace z EU, které se

nyní na tyto projekty hojně čerpají. Úvěry bývají poskytovány v české měně. Některé obce mají dohodnuty úvěrové obchody s pevnou sazbou a řadou možností předčasných splacení bez sankce a další, ale většinou se jedná o úvěry vázané na mezibankovní sazbu PRIBOR, tedy na sazbu pohyblivou.

Emisi komunálních dluhopisů jedná se o velmi oblíbený zdroj financování primárně ve velkých statutárních městech. Do roku 2010 vydávalo komunální dluhopisy jen hlavní město Praha, statutární město Brno, Ostrava a v roce 2010 se k nim přidalo ještě statutární město Liberec. Komunální dluhopisy spadají do tzv. zvláštních druhů dluhopisů. To, že se Liberec přidal k městům vydávajícím komunální dluhopisy, vypovídá z tabulky (Tab. 5.), která deklaruje vývoj dluhu měst mimo Prahy, Brna, Ostravy a Plzně. V roce 2010 se poprvé objevuje v rámci společného dluhu ostatních měst v kolonce komunální dluhopisy, 2 mld. (MFČR, © 2005-2012 – f)

Tab. 5. – Vývoj zadluženosti obcí mimo města Praha, Brno, Ostrava a Plzně v **mld.** (MFČR, © 2005-2012 – f)

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Úvěry	19,8	22	25,7	25,9	26,9	34,8	35,5
Komunální dluhopisy	0	0	0	0	0	0	2
Přijaté návratné fin. výpomoci a ost. dluhy	9,1	8,6	7,8	7	7,4	6,5	5,7
Celkem	28,9	30,6	33,5	32,9	34,3	41,3	43,2

Tabulka (Tab. 4.) ještě ukazuje největší meziroční pokles, skoro o 25%, u položky **přijaté návratné finanční výpomoci a ostatní dluhy**.

„V roce 2010 vykázalo zadluženost **3 112 obcí** z celkového počtu 6 245 obcí, což je méně než polovina (49,8 %) z jejich celkového počtu. **Počet obcí, které vykázaly v posledních letech zadluženost, je poměrně stabilizovaný** a meziročně došlo k jeho mírnému poklesu (o 138 obcí). Co se týká **dobrovolných svazků obcí (DSO)**, tak ty evidovaly dluh ve výši **2,7 mld. Kč**, což oproti roku předchozímu znamená **růst o 0,1 mld. Kč**. Na zadluženosti se z 86,5 % podílí dlouhodobé bankovní úvěry.

Dobrovolné svazky obcí využívají získané prostředky především na rozvoj a obnovu místní infrastruktury a na akce související s ochranou životního prostředí.“ (MFČR, © 2005-2012 – f)

Souhrnně ještě tabulky (Tab. 4.) a (Tab. 5.) ukazují, že v rámci srovnání zadluženosti obcí a měst, drží největší města v ČR, tedy Praha, Brno, Ostrava a Plzeň, v podstatě polovinu dluhu z celkové zadluženosti. Jediná Plzeň nemá vydanou emisi komunálních dluhopisů.

Kraje, k roku 2010 vykázaly první meziroční pokles ve svém zadlužení. V současnosti evidují celkový dluh ve výši 19,1 mld. Korun. Žádný kraj do roku 2010 neemitoval komunální dluhopisy. A také je pamatováno na zadlužení **regionálních rad regionů soudržnosti**, kde je míra zadlužení prozatím velmi nízká. Dluh dosahuje 1 milionu korun. Detailní přehled a vývoj zadluženosti krajů od roku 2004, ukazuje tabulka (Tab. 5.).

Tab. 6. – Vývoj zadluženosti krajů v **mld.** (MFČR, © 2005-2012 – f)

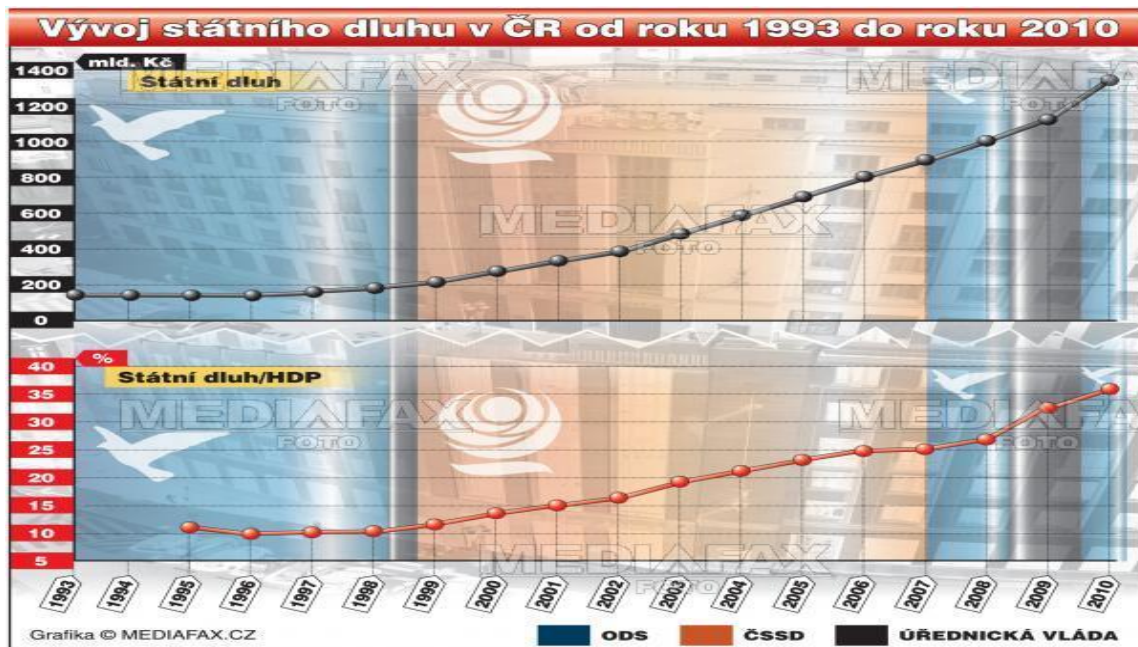
Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Úvěry	0,4	1,8	6,5	9,4	11,9	17,4	16,6
Přijaté návratné fin. výpomoci a ost. dluhy	1,1	1,1	1,2	1	2,7	3,5	2,5
Celkem	1,5	2,9	7,7	10,4	14,6	20,9	19,1

Závěrem k problematice zadluženosti územně samosprávných celků, zbývá jen poznamenat, že vláda ČR svým usnesením č. 1395/2008, schválila postup ministerstva financí, který ustanovuje monitoring obcí. Tento monitoring ustanovuje pravidla pro hodnocení dluhové služby. Pokud obec přesáhne stanovená pravidla, tedy dosáhne podílem cizích zdrojů k celkovým aktivům více jak 25% a pokud v ukazateli celkové likvidity dosáhne hodnoty v intervalu $< 0; 1 >$, pak musí podat tato obec vysvětlení. (MFČR, © 2005-2012 – f)

3.2 Vývoj zadluženosti centrální vlády (vývoj státního dluhu)

Od roku 1993, kdy vznikla samostatná Česká republika, se v ČR vystřídalo několik období vlád, ať už levicových či pravicových. Státní dluh se nabaloval velmi pozvolna, avšak v posledních letech se vývoj státního dluhu začal dramaticky zvyšovat. Obrázek (Obr. 1.), znázorňuje náhled na jednotlivé období vývoje státního dluhu, a zároveň označuje barevnými zónami, i kdo v které době vládl, zda pravicový či levicový směr či úřednická vláda. V tomto případě je zobrazeno celé období od roku 1993 po rok 2010. Dalším zajímavým údajem, který se na obrázku (Obr. 1.) nachází, je vývoj státního dluhu poměrem k HDP. V roce 2011, který se již na obrázku (Obr. 1.) nevyskytuje, dosáhla výše státního dluhu hodnoty více jak 1.600 miliardy Kč a přešla v poměru k HDP, výši 40%. Toto je znázorně-

no na obrázku (Obr. 2.) který potvrzuje další rapidní nárůst státního dluhu. Vláda rozpočtové odpovědnosti deklarovala, že v roce 2016 by se tato křivka měla zastavit. Tedy měla by mít obdobný spád jak v letech 1993 – 1996.



Obr. 1. – Vývoj státního dluhu za vlád jednotlivých stran. (Mediafax, 2011)



Obr. 2. – Vývoj státního dluhu graficky do 31. 3. 2012. (Mediafax, 2012)

3.2.1 Struktura státního dluhu

Vývoj státního dluhu od roku 1997 rapidně narůstá, jednotlivé vlády zadlužují státní kasu, jak bylo uvedeno v bodě 3.2. Samostatná struktura státního dluhu je následující.

Státní dluh dosahuje v roce 2011 výše, 1,499 mld. Kč. Rozděluje se na zahraniční a domácí dluh. Vývoj státního dluhu je přehledně zobrazen v tabulce (Tab. 7.). Největší část dluhu, takřka 1 bilion korun nesou střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy emitované v ČR. Druhou nejvyšší kolonkou, jsou dluhopisy emitované v zahraničí. A přes 160 mld. korun státního dluhu je financováno státními pokladničními poukázkami. Zajímavostí je, že od roku 2005, pouze státní pokladniční poukázky, jako jediná z položek státního dluhu, v jednom období poklesly. Tedy jejich výše v poměru financování státního dluhu byla nižší, než v roce předcházejícím. Posledními menšími kolonkami v účasti na státním dluhu jsou půjčky od Evropské investiční banky a nejnižší poměr mají nově vydané spořicí dluhopisy pro občany, kterých se v roce 2011 emitovalo za 20,4 mld. korun. O tom, zda měla tato emise přímý vliv na vývoj státního dluhu a jejímu rozboru bude věnována samostatná kapitola. (MFČR, © 2005-2012 – g)

Tab. 7. – Struktura a vývoj státního dluhu v letech 2005 – 2011 v **mld.** (MFČR, © 2005-2012 – g)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
STÁTNÍ DLUH CELKEM	691,2	802,5	892,3	999,8	1 178,20	1 344,10	1 499,40
<i>Domácí dluh</i>	<i>581,8</i>	<i>680,9</i>	<i>769,3</i>	<i>814,3</i>	<i>926,7</i>	<i>1 036,30</i>	<i>1 182,20</i>
Státní pokladniční poukázky	94,2	89,6	82,2	78,7	88,2	113,3	162,6
Spořicí státní dluhopisy	0	0	0	0	0	0	20,4
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	487,5	588,9	687,1	735,6	838,5	923	999,1
Ostatní zdroje	0	2,4	0	0	0	0	0
<i>Zahraníční dluh</i>	<i>109,4</i>	<i>121,6</i>	<i>123</i>	<i>185,5</i>	<i>251,5</i>	<i>307,8</i>	<i>317,2</i>
Zahraníční emise dluhopisů	78,9	84,1	83,7	137,9	193	240,3	245,7
Půjčky od EIB	29,7	36,7	38,7	46,8	57,9	67,2	71,3
Směnky	0,8	0,8	0,6	0,8	0,6	0,3	0,1

3.2.2 Náklady státního dluhu

Náklady státního dluhu nevyjadřují nic jiného, než úrokovou zátěž z vypůjčených prostředků. A zde je podstatná jedná věc. Není důležité mít pod kontrolou jen výši dluhu, ale také cenu, za kterou se dluh financuje. Souvisí to přímo úměrně s otázkou úrokových nákladů.

V tabulce (Tab. 8.) je právě uveden vývoj těchto úrokových nákladů. Vývoj úrokových nákladů je pohyblivý a projevuje se zde ona zmínka, že je důležité řídit i strukturu dluhu podle výhodnosti aktuálních nákladů. V úrokových nákladech jsou zahrnuty i kurzové rozdíly. (MFČR, © 2005-2012 – h)

Tab. 8. – Vývoj úrokových nákladů státního dluhu. (MFČR, © 2005-2012 – h)

V mld.	Hrubé 2008	Čisté 2008	Hrubé 2009	Čisté 2009	Hrubé 2010	Čisté 2010	Hrubé 2011	Čisté 2011
Domácí dluh	37,73	31,68	41,81	35,34	37,68	25,34	44,29	34,25
z toho:								
SPP	2,2	2,2	1,72	1,72	1,5	1,5	1,94	1,94
SSD	-	-	-	-	-	-	0,19	0,19
SDD	35,52	33,16	40,09	35,4	36,17	24,45	42,15	32,76
Krátkodobé půjčky	0,01	-3,67	0	-1,78	0	-0,62	0,01	-0,64
Zahraniční dluh	6,87	5,89	10,19	9,02	10,84	10,36	11,19	10,73
Bankovní účty	-	-	-	-	0	-0,07	0	-0,01
Realizované kurzové rozdíly 1)	0	-0,06	0,72	-0,24	-	-0,01	-	-
Celkem	44,6	37,51	52,72	44,12	48,52	35,62	55,48	44,97

Poslední důležitou připomínkou k vývoji státního dluhu a úrokových nákladů je zhodnocení úrokových nákladů za minulé období s komentářem ministerstvem financí.

„Úrokové náklady státního dluhu vykazují od roku 1996 do roku 2004 rostoucí trend, avšak zdaleka ne tak dynamický jako byl růst samotného státního dluhu. V roce 2005, přes zvýšení státního dluhu, došlo k poklesu úrokových nákladů. Od roku 2006 opět následuje jejich růst. Od roku 2008 jsou uváděny jak hrubé, tak čisté náklady státního dluhu, neboť v tomto roce byly poprvé vykázány příjmy státního dluhu. Obě tyto veličiny přitom v letech 2008 a 2009 rostly v důsledku finanční a následně ekonomické krize. V roce 2010 v důsledku poklesu úrokových sazeb, který se projevil zejména ve významném růstu prémie a poklesu diskontů SDD, došlo k poklesu těchto nákladů, v roce 2011 však nastává návrat růstového trendu, který v dalších letech může již pro státní rozpočet představovat rizikový faktor.

Poměr úrokových výdajů na domácí a zahraniční dluh kopíruje vzájemný vývoj stavu těchto dvou složek státního dluhu. Z tohoto důvodu až do roku 2004 vykazovaly úrokové náklady na domácí dluh rychlejší růstový trend než náklady na státní dluh celkem, zatímco

úrokové náklady na zahraniční dluh do roku 2002 velmi dynamicky klesaly. V roce 2005 došlo k poklesu úrokových nákladů na domácí dluh a současně ke zvýšení úrokových nákladů na zahraniční dluh. Tento růst souvisel zejména s úrokovými výdaji na 1. a 2. emisi eurobondů. Od roku 2006 do roku 2010 pak čisté úrokové náklady na vnější dluh rostly rychlejším tempem než na dluh vnitřní, roku 2011 tomu však bylo naopak.

V rámci domácího dluhu byly v letech 1994 a 1995 úrokové náklady SPP a SDD zhruba stejné, poté v letech 1996 až 1998 úrokové náklady na SPP poměrně výrazně převyšovaly úrokové náklady na SDD, což bylo dáno především zvyšujícím se podílem SPP v tomto období, ale i částečně inverzním charakterem výnosové křivky. Od roku 2002 úrokové náklady na SDD výrazně převyšují úrokové náklady na SPP, což je dáno především výrazně vyšším podílem SDD na celkovém dluhu oproti podílu SPP a v posledních letech též významně nižšími náklady na krátkodobé dluhové instrumenty.“ (MFČR, © 2005-2012 – h)

Tato kapitola pojednává o vývoji a struktuře veřejného dluhu. Souhrnně se dá říct, že je důležité hlídat nejen vývoj veřejných financí, ale i vývoj a náklady veřejného dluhu. Tato situace je obzvláště důležitá nyní po finanční krizi, kdy se může otázka veřejných dluhů a jejich struktury stát hlavním zájmem, kolem níž se bude točit vývoj ekonomiky. Je jasné, že veřejný dluh v ČR roste závratnou rychlostí, což vyplývá z příložených tabulek a obrázků. Narůstá nejen o další schodky veřejných rozpočtů, ale i o úroky z dluhových instrumentů. Pavel Kohout (2010, s. 91 a 92) ještě upozorňuje na kritické situace, které jsou nyní více jak aktuální a souvisí opět s výšemi deficitů státního rozpočtu. A to v tom případě, že je deficit tak velký, že odčerpává převážnou část běžných příjmů. Pak hrozí onen státní bankrot, anebo ještě druhá varianta, a to vygumování státního rozpočtu prostřednictvím inflace. Tato situace by pak měla pravděpodobně ničivý či likvidační vliv na trh s obligacemi, ale i tato situace v minulosti nastala. Můžeme například vzpomenout Velkou Británii a USA po 2. světové válce.

4 ANALÝZA SOUČASNÉ SITUACE NA TRHU STÁTNÍCH DLUHOPISŮ V ČESKÉ REPUBLICE

4.1 Komentář k aktuální situaci na trhu českých státních dluhopisů

Úvodem kapitoly analýzy dluhopisů na trhu v ČR je uveden aktuální komentář k tomuto tématu. Toto období se označuje za období po krizové či mezi krizové. Vše se změnilo, trhy, ekonomické, dluhové vnímání, zkrátka vše. Ve stručnosti od roku 2008 přišlo za sebou několik těžkých let, kdy celosvětová ekonomika procházela velkými potížemi a z daleka není vyhráno. Jak krize vznikaly, jak se jimi procházelo atd., není předmětem této práce, avšak fakt, že doba nynější, o které je pojednáváno, je pro všechny výrazně složitá a to stejné platí i pro dluhopisový trh. Přelomovým zlomem bylo pak období od poloviny roku 2011 až do začátku roku 2012, kdy se na dluhopisovém trhu začali věci výrazně měnit.

Druhá polovina roku 2011 byla velmi divoká, protože se projevil významně důsledek eskalace dluhové krize. A nejen to, mělo se i za to, že česká ekonomika se vrátila zpět do recese. Chvilkami se dokonce objevovaly obavy o tom, zda nehrozí Česku bankrot tak, jako Řecku, vzhledem k prudkému růstu českých dluhopisů a také v důsledku zdražení pojištění ve formě CDS. V listopadu ministerstvo financí dokonce zaznamenalo velmi neúspěšnou aukci státních dluhopisů. To pochopitelně velmi ovlivňovalo vyhlídky do roku 2012, které byly velmi skeptické.

Avšak přišel začátek roku a ten po negativní náladě na dluhopisovém trhu začal velmi úspěšně. Bez větších problémů se upsalo 45 mld. Kč v korunových a 50 mld. v eurobondech. I přesto však trhy zůstávají obezřetné. (IHNEP, 2012)

4.2 Struktura českých státních dluhopisů

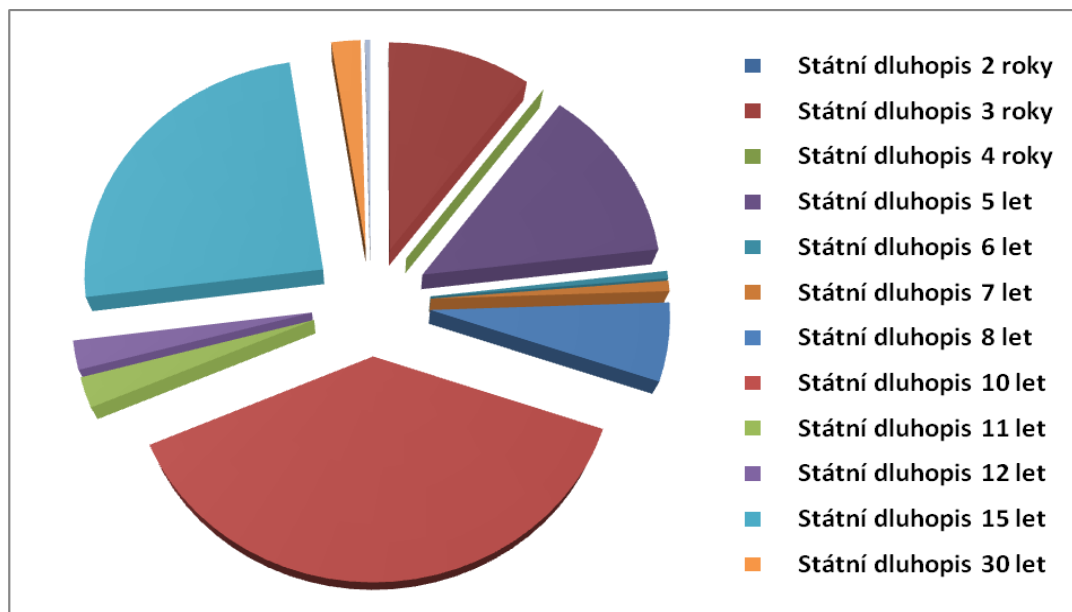
O struktuře státního dluhu pojednává již kapitola 3, kde bylo definováno, jakými typy dluhových cenných papírů, je dluh financován. Tato kapitola 4.2, se zaměřuje na analýzu jednotlivých typů dluhopisů, které jsou aktuálně emitovány na trhu. Vycházíme z tabulky (Tab. 9.), která přehledně pojednává o komplexním přehledu instrumentů, které financují státní dluh, včetně jejich výše. Stav je k 29. 2. 2012. Důležitá je poznámka, že státní dluh

již na konci února letošního roku prolomil hranici 1,5 bilionu korun, což z uvedeného také vyplývá.

Tab. 9. – Státní dluhopisy dle druhů instrumentů. (MFČR, © 2005-2012 – i)

V jednotkách Kč	31. 1. 2012	29. 2. 2012
Dluhopisy celkem	1 447 758 852 599	1 516 871 617 849
Státní pokladniční poukázky	166 684 000 000	170 542 000 000
SPP 13 týdnů	0	0
SPP 26 týdnů	30 385 000 000	39 145 000 000
SPP 39 týdnů	41 366 000 000	32 605 000 000
SPP 52 týdnů	94 933 000 000	98 792 000 000
Ostatní		
Spořicí státní dluhopisy	20 428 530 849	20 428 530 849
Státní dluhopis 1 rok	9 519 641 831	9 519 641 831
Státní dluhopis 5 let	10 908 889 018	10 908 889 018
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	1 260 646 321 750	1 325 901 087 000
Státní dluhopis 2 roky		
Státní dluhopis 3 roky	133 782 600 000	133 782 600 000
Státní dluhopis 4 roky		
Státní dluhopis 5 let	163 887 382 500	172 531 255 000
Státní dluhopis 6 let	7 555 500 000	7 452 000 000
Státní dluhopis 7 let	10 452 000 000	10 306 000 000
Státní dluhopis 8 let	77 739 860 000	77 739 860 000
Státní dluhopis 10 let	457 558 040 000	506 203 040 000
Státní dluhopis 11 let	30 382 700 000	30 382 700 000
Státní dluhopis 12 let	25 127 370 000	28 857 470 000
Státní dluhopis 15 let	321 819 879 250	326 905 772 000
Státní dluhopis 30 let	27 580 990 000	26 980 390 000
Státní dluhopis 50 let	4 760 000 000	4 760 000 000
Ostatní		

Na tabulku (Tab. 9.) s jednotlivými dluhopisy navazuje obrázek (Obr. 3.), kde je uvedeno grafické zobrazení, vycházející právě z této tabulky. Z grafu je patrné, že Česká republika má největší podíl státního dluhu financován státními dluhopisy se splatností 10 a 15 let. Jedná se takřka o tři čtvrtě státního dluhu, financovaným tímto způsobem. Znamená to, že státní dluh je rozložen z velké části do několika generací.



Obr. 3. - Grafický přehled jednotlivých dluhopisů a jejich výše dle splatnosti.

(MFČR, © 2005-2012 – i) – (Vlastní zpracování)

Doplněním ke struktuře státního dluhu je, že zhruba 81% je financován dluhopisy vydaných v českých korunách a 19% státního dluhu máme financovaného zahraničními investory, tedy skoro jednu pětinu dluhu, což vidíme na obrázku (Obr. 4.) Ve srovnání s tabulkou (Tab. 8.) v kapitole č. 3, se ukazuje, že náklady na financování zahraničního dluhu jsou výrazně vyšší, než na financování dluhu českého.



Obr. 4. – Grafické zpracování poměru korunových dluhopisů a dluhopisů emitovaných v zahraničních měnách. (MFČR, © 2005-2012 – j) – (Vlastní zpracování)

Na posledním analytickém obrázku (Obr. 5.), je splatnost dluhopisů v jednotlivých letech. Smyslem tohoto grafu je ukázat, že se vlády snaží volit jednotlivé typy dluhopisů tak, aby na jednotlivé roky byla splatnost dluhopisů rozložena co možná nejrovnoměrněji. Není třeba se děsit částky v roce 2012, protože tam dojde pochopitelně ke splatnosti pokladničních poukázek, které na další roky ještě nejsou emitovány.



Obr. 5. – Grafické znázornění výše splatností dluhopisů v jednotlivých letech. (MFČR, © 2005-2012 – k) – (Vlastní zpracování)

Z dostupných informací se dá shrnout závěrem kapitoly, že trh s dluhopisy v ČR je stabilní s drobnými výkyvy. Jeden takový se objevil na konci roku 2011. Je velice důležité, že splatnost jednotlivých dluhových cenných papírů je rovnoměrně rozkládána tak, aby splatnost v jednotlivých letech byla podobná. V portfoliu státních dluhopisů dominují jednoznačně dluhopisy se splatností 10 a 15 let.

5 ANALÝZA RENTABILITY STÁTNÍ SPOŘICÍCH DLUHOPISŮ PRO STÁT A PRO INVESTORY S NÁVRHEM PODMÍNEK DALŠÍ EMISE.

Analyticky se jedná o nestěžejnější kapitulu práce. Zde je uveden praktický rozbor výnosnosti retailových dluhopisů jak pro občany, tak pro stát v návaznosti na primární emisi, těchto dluhopisů. I když u státu se asi nebude jednat až tak o rentabilitu, jak o zjištění samotného účelu, proč se rozhodl tyto dluhopisy vydat. Na základě zjištěných informací bude uveden i výrok o zhodnocení, zda vydání těchto dluhopisů bylo pro všechny strany efektivní a tedy i případné vydání doporučujícího stanovisko, zda by bylo vhodné vydat další emisi tohoto typu s případným návrhem, jak by emise měla vypadat.

5.1 První emise státních spořicí dluhopisů

Spořicí státní dluhopisy jsou definovány již v teoretické části práce. Zkráceně lze říct, že se jedná o zaknihované cenné papíry určené pro přímý prodej Českou národní bankou, občanům nebo investorům v ČR včetně neziskových organizací. (MFČR, © 2005-2012 – b)

První emise se uskutečnila na podzim roku 2011. Jednalo se o primární emisi, která měla vyzkoušet zájem občanů o koupi tohoto druhu produktu. Hlavními cíly bylo a je:

- „(1) zpřístupnění možnosti bezpečné a výhodné investice do státního dluhu pro segment domácností a neziskových institucí a diverzifikace investorské báze,
- (2) posílení fiskální zodpovědnosti vlády prostřednictvím přímého finančního vztahu mezi majetkem občanů a závazky státu jako vyvážení stávajícího převažujícího daňového vztahu,
- (3) rozšíření dostupných produktů pro kapitálový spořicí penzijní pilíř návaznosti na přípravu důchodové reformy.“ (MFČR, © 2005-2012 – l)

Upisovací období bylo naplánováno od 3. 10. 2011 do 11. 11. 2011. Asi velmi málo ekonomů i samotné ministerstvo financí neodhadovalo, že se emise vyprodá během prvního týdne. Ve středu 5. 10. 2011, vyšlo prohlášení ministra financí, že se spořicí dluhopisy budou prodávat již pouze dva dny. V následujících dvou dnech banky, které spořicí dluhopisy prodávaly, zažily v podstatě kolaps, kdy pobočky zahrnuly zájemci o koupi těchto dluhopisů.

Hlavní výhody spořicíh státních dluhopisů je hlavně bezpečnost, díky tomu že se jedná o dluhopisy státu, dále garantovaný výnos a také možnost předčasného odprodeje přímo státu. Důležité je, že u SSD neexistuje sekundární trh. To znamená, že není možné prodat dluhopis na BCPP. Jediná možnost je převedení na jiného občana, avšak tento úkon je dle sazebníku MFČR řádně zpoplatněn. Ona bezpečnost vychází i z osobního výzkumu, kdy všichni kupující uváděly, že si SSD kupují za účelem bezpečné investice. Otázkou je jestli se dá označit investici do státního dluhopisu za opravdu bezpečnou? Česká republika dnes beze sporu vystupuje jako subjekt, který řeší své fiskální problémy a ze zahraničních zdrojů je velmi dobře hodnocena za řízení veřejného dluhu.

Šichtařová (2011, s. 90) říká, že je naprostý omyl považovat státní dluhopisy za bezpečnou investici. Přirovnává ji k problémům Řecka a řecké penzijní reformy, kdy řecké penzijní fondy musely nakupovat 100% bezpečné řecké státní dluhopisy. Ovšem zároveň říká, že není nutné považovat státní dluhopis ČR za vyloženě riskantní srandu.

5.1.1 Druhy spořicíh státních dluhopisů

První dluhopis byl vydán na dobu jednoho roku s úrokovým výnosem 2% dle tabulky (Tab. 10.) Jedná se o tzv. „Zerobond neboli nulový dluhopis“. Zerobond jako takový byl definován již v teoretické části práce, ale pro připomenutí je důležitý fakt, že se emituje zpravidla s diskontem.

Označení dluhopisu bylo: SSD-D ČR, 12 a jeho výnosem je právě diskont tedy kladný rozdíl mezi cenou nákupní a cenou v době splatnosti.

Tab. 10. - 1letý SSD diskontovaný. (MFČR, © 2005-2012 – m)

Období	1 Diskontovaný
11. 11. 2011 – 12. 11. 2012	2,00 %

Další dva dluhové papíry byly emitovány na dobu pěti let s rozdílem, že si investor mohl vybrat, jaký kupon chce, aby dluhopis nesl. Tedy buď reinvestiční, kdy se uplatňuje tzv. složené úročení, tedy úrok z úroku. Druhý byl kupónový, kdy ČNB vyplatí investorovi na běžný účet roční výnos, tedy onen kupón a v den splatnosti investor obdrží investovanou částku plus poslední kupón. Procentuální zhodnocení je u obou dvou stejné viz tabulka (Tab. 11.).

Tab. 11. - 5leté SSD. (MFČR, © 2005-2012 – m)

Období	5 Kuponový	5 Reinvestiční
11. 11. 2011 – 11. 11. 2012	0,85 %	0,85 %
11. 11. 2012 – 11. 11. 2013	1,50 %	1,50 %
11. 11. 2013 – 11. 11. 2014	3,00 %	3,00 %
11. 11. 2014 – 11. 11. 2015	4,50 %	4,50 %
11. 11. 2015 – 11. 11. 2016	6,00 %	6,00 %

Jak vyplývá z tabulek (Tab. 10.) a (Tab. 11.), tak datum emise je 11. 11. 2011. Bohužel od úpisu do data emise nebyla investice nijak úročena, což v celkovém důsledku zhodnocení investice bohužel snižuje, ale vzhledem k velkému omezení dostupnosti dluhopisu investo-
rům nezbyla jiná varianta.

5.1.2 Výnos spořicíh státních dluhopisů

Výnos u SSD je pevně dán, avšak efektivní výnos je rozdílný vzhledem k upisovacímu období tak, jak je uvedeno výše. Studii jednoho odborného časopisu se zaměřuje na otázku efektivního výnosu, tedy velmi dobře přibližuje, jaký přesný výnos dostane investor bez ohledu na deklarovanou kuponovou sazbu s názornými příklady.

5.1.2.1 Efektivní výnos při držení do splatnosti

„Uvažujeme příklad investora, který v upisovacím období vloží 10 000 Kč do jednoho typu SSD a bude příslušné dluhopisy držet až do splatnosti, tedy 1 rok nebo 5 let.

V případě ročního diskontovaného dluhopisu, získá investor počáteční investici i kupónový výnos 11. Listopadu 2012. Tento typ dluhopisu má oproti ostatním dvěma rozdílný princip zhodnocení v podobě diskontu, neboť je nabízen k nákupu za cenu 2% pod nominální hodnotou a za rok vyplatí investorovi celou nominální hodnotu. Jde vlastně o tzv. zerobond. Počáteční investice 10 000 Kč odpovídá nákupu 10 204 ks tohoto dluhopisu ($1 \text{ Ks} = 1 \text{ Kč}$ a $10\,204 \cdot 0,98 = 10\,000$). Efektivní úročení za roční období do 11. Listopadu 2012 pak činí 2,04%. Zdanění se na tento typ dluhopisu nevztahuje, neboť nevyplácí kupóny. Vzhledem k tomu, že investor musí dluhopis nakoupit v upisovacím období před 11. Listopadem 2011, vychází skutečná roční výnosnost mírně nižší, konkrétně mezi 1,84% p. a. až 2,00% p. a. podle toho, zdali k nákupu dojde hned na začátku nebo až na konci upisovacího období.

Složitější režim peněžních toků představuje pětiletý kuponový dluhopis, který vyplácí 11. Listopadu v letech 2012 až 2016 postupně rostoucí kuponové výnosy a 11. Listopadu 2016 vrátí investorovi navíc nominální hodnotu 10 000 Kč, za níž byl v upisovacím období nakoupen. Anualizovaná výnosnost této investice při nulovém efektivním zdanění vychází mezi 3,02% p. a. a 3,08% p. a. podle okamžiku nákupu.

U pětiletého reinvestičního dluhopisu dojde rovněž k zaplacení nominální hodnoty 10 000 Kč v upisovacím období, ale výsledná hodnota investice 11 682 Kč (nominální hodnota a veškeré připsané úrokové výnosy), je vyplacena jednorázově v den splatnosti 11. Listopadu 2016. Tento dluhopis funguje jako jediný na principu složeného úročení, kdy se úročí nejen počáteční jistina, ale i dříve připsané úroky (kupóny). Jeho anualizovaná výnosnost ve variantě nulového efektivního zdanění dosahuje při zohlednění prodlevy mezi datem pořízení a emisním datem 3,09% p. a. až 3,15% p. a. Výnosnost je tak pouze nepatrně vyšší než u pětiletého kuponového dluhopisu – investor zde sice celkově vydělá více, ale většinou výnosů obdrží později než u kuponového dluhopisu.

SSD nabízejí převážně lepší zhodnocení než běžné spořicí účty a termínované vklady v bankách, a to i ve variantě ročního diskontovaného dluhopisu. Ještě výhodnější úročení, než nabízejí SSD, však většinou poskytují vklady družstevních záložen.“ (Vocílka a Bielik, 2011, s. 8-9)

5.1.2.2 Efektivní výnos při předčasném splacení

„Jak už bylo uvedeno, investor nemusí zakoupené SSD držet až do splatnosti, ale může požádat o jejich předčasné splacení v předem stanovených termínech. U ročního diskontovaného dluhopisu tím přichází o veškeré zhodnocení, což není z investičního hlediska zajímavé. Při předčasném splacení pětiletého dluhopisu ale vzniká nárok na dosud připsané úroky, resp. poměrnou část zatím nepřipsaného úrokového výnosu. Výnosnost pětiletého reinvestičního dluhopisu roste s prodlužující se dobou jeho držení. Pokud je tato doba kratší než 3,5 roku, je anualizovaná výnosnost nižší, než u ročního diskontovaného dluhopisu drženého do splatnosti, i výnos do splatnosti běžného státního dluhopisu ČR odpovídající délky, který se obchoduje na kapitálovém trhu (k 23. Září 2011). Velmi podobných resp. jen nepatrně nižších anualizovaných výnosností dosahuje při předčasném splacení i pětiletý kuponový spořicí dluhopis. Držet pětileté SSD kratší dobu než 3,5 roku tedy není výhodné. Pokud je investor drží alespoň 4 roky a teprve pak požádá o předčasné splacení, získá

anualizovanou výnosnost mezi 2,5% p. a. a 3,1% p. a. při nulovém efektivním zdanění.“ (Vocílka a Bielik, 2011, s. 8-9)

5.1.3 Zdanění spořicíh státních dluhopisů

Co je u každé investice velmi důležité a sledované a týká se i předcházejícího tématu, je efektivní zhodnocení, tedy čistý výnos investice, ošetřený o všechny vlivy. Jedním z vlivů je právě i zdanění výnosu. Tuto otázku ministerstvo financí vyřešilo opravdu na výbornou. Cituji ze zdroje MFČR, článek, který vyšel asi týden před začátkem úpisu:

„Ministerstvo financí upřesňuje informaci týkající se zdanění spořicíh státních dluhopisů, jejichž úpis začíná v pondělí 3. října 2011.

„*Musíme naprosto důsledně dodržovat zákon o daních z příjmů bez jakýchkoli odchylek. Na spořicí státní dluhopisy se tedy nevztahuje žádná výjimka, žádné osvobození a uplatňuje se standardní srážková daň,*“ uvedl ministr financí Miroslav Kalousek. Zákon také jasně uvádí pravidla výpočtu daně včetně zaokrouhlení. Protože nominální hodnota jednoho dluhopisu činí 1 Kč, **vlivem zaokrouhlení je efektivní daň nulová.**“ (MFČR, © 2005-2012 – n)

Nominál 1 Kč byla úmyslná zbraň MFČR, která měla nalákat investory, kteří váhali např. mezi alternativními produkty, jako jsou dluhopisové fondy se státními dluhopisy, stavebním spořením nebo měli finanční prostředky již investovány v produktech podléhajících dani. Zdanění nebo lépe řečeno finální nezdanění výrazně přispělo k rozhodování investorů, zda si dluhopisy koupit či nekoupit.

5.1.4 Cílová skupina a prodejní místa

Spořicí státní dluhopisy byly ale prodejem pro určité skupiny omezeny. Tedy mohl si zakoupit jen někdo. V rámci primárního úpisu byly ministerstvem financí vytyčeny tyto cílové skupiny:

- a) Fyzické osoby (tuzemské i zahraniční)
- b) občanské sdružení podle zákona upravujícího sdružování občanů
- c) nadace nebo nadační fond
- d) registrované církve nebo náboženská společnosti

- e) obecně prospěšné společnosti
- f) zahraniční osoby s obdobnou činností jako některá z osob uvedených v písmenech b. až e.“ (MFČR, © 2005-2012 – o)

Dle emisních podmínek mohla nákupu využít i nezletilá osoba prostřednictvím zákonného zástupce. Z výše uvedeného také vyplývá, že dluhopisy nemohly kupovat právnické osoby mimo uvedené výjimky.

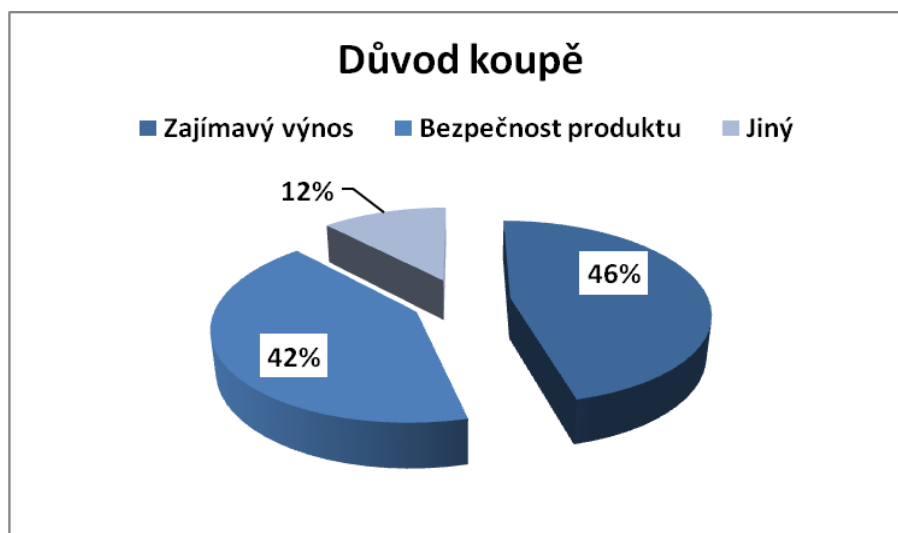
Do prodeje SSD byly zainteresovány tři největší komerční banky v ČR, tedy Komerční banka, Česká spořitelna a Československá obchodní banka. Byly vybrány z důvodu vlastnictví největší sítě poboček. Tedy pokud klient o SSD projevil zájem, stačilo navštívit jakoukoliv pobočku z uvedených bank, sepsat tzv. komisionářskou smlouvu o nákupu a prodeji spořicíh státních dluhopisů, podat pokyn k úpisu SSD a složit na účet zvolené banky finanční prostředky. Co je na tomto produktu také potěšující, že celá administrace se řídí platným sazebníkem MFČR, tedy základní operace mimo převodu dluhopisů a přechodu dluhopisů jsou zcela zdarma. Do budoucna ministerstvo financí zvažuje rozšíření prodejních míst např. o pobočky sítě CZECH POINT, avšak tento krok je asi dalekou budoucností, vzhledem k nutnosti uzavření komisionářské smlouvy, které uzavírá obchodních s cennými papíry.

5.2 Výzkumná zpráva po nákupu spořicíh státních dluhopisů

Výzkumná zpráva je vypracována z pozice zaměstnance jedné z velkých českých bank, kde se právě primární emise těchto dluhopisů prodávala. Podle předběžných ohlasů klientů, bylo dopředu jasné, jaký asi bude o prodej zájem. Než bude proveden rozbor rentability pro jednotlivé subjekty, tedy stát či investora, je vhodné uveřejnit výsledky z krátkého klientského dotazníkového šetření, které proběhlo těsně po nákupu spořicíh dluhopisů. Vzhledem k tomu, že se jednalo o nový produkt, bylo zajímavé především zjistit, proč se klienti rozhodli investovat peníze právě do státu, odkud se dověděli o prodeji a zda mají přehled o alternativách na trhu. Zároveň bylo i cílem se dotázat, jestli mají kupující přehled, jak velkou část veřejného dluhu chce ministerstvo financí přenést na občany a zda je tento krok pro stát výhodný. Mezi prodejní místa bylo rozdáno celkem 50 dotazníků pro prvních 50 klientů, kteří byli požádáni o vyplnění. Se zhruba 20 – 30 klienty se podařilo i uskuteč-

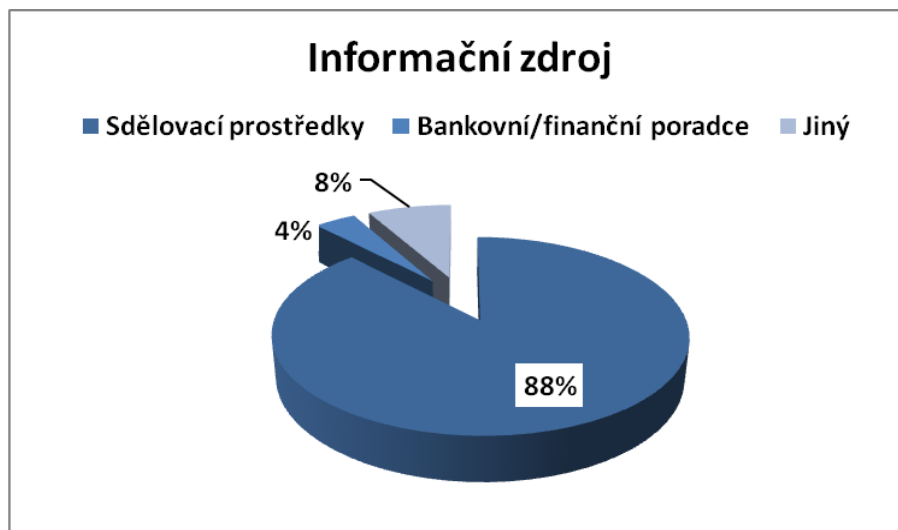
nit rozhovor nad touto problematikou. Co tedy bylo rozhovorem a dotazníkovým šetřením zjištěno.

V případě prvního dotazu se jednalo o zjištění důvodu, proč vlastně klient chce peníze státu půjčit. Hlavním motivem byl pro koupi SSD zajímavý výnos, překvapivé není ani to, že v podstatě stejně velká skupina dotázaných odpověděla bezpečnost. Z uvedeného plyne, že poměr výnos a bezpečnost jasně předčil jakékoliv další alternativy. Odpovědi tohoto typu bylo takřka 90%. I z rozhovoru jasně plynulo, že se jedná o koupi velmi bezpečného produktu s očekávaným zajímavým výnosem. Přestože na dotazníku byla možnost uvést jakýkoliv důvod nebo záměr nákupu, využilo tuto možnost jen 12% dotazovaných. Z rozhovoru s těmito klienty pak vyplynulo, že je to spíš něco jako „oběť pro stát“, že chtějí pomoc českému státu. Na obrázku (Obr. 6), vidíme grafický poměr odpovědí.



Obr. 6. – Grafické znázornění odpovědí na otázku jaký byl důvod koupě SSD. Nejčastější odpověď – Zajímavý výnos (46%). – (Vlastní zpracování)

Cílem druhé otázky bylo zjistit, jak moc ministerstvo financí bylo ve své propagaci na „převratný“ produkt důsledné, jak zapůsobilo na media a ty následně na občany. Zjištěním mělo tím pádem být, odkud se klienti dověděli o možnosti nakoupit SSD a potvrdit tedy, že to byla ona média, která se stala hlavním PR. manažerem akce. Na obrázku (Obr.7.) je grafické znázornění četnosti odpovědí, odkud se investoři o SSD dověděli.

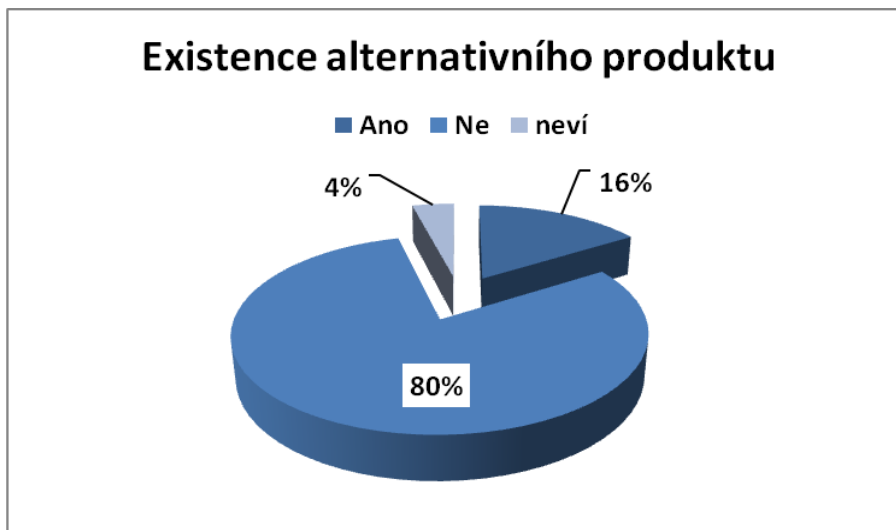


Obr. 7. – Grafické znázornění odkud se klienti dověděli o emisi SSD.
– (Vlastní zpracování)

Na grafu je vidět jasná převaha sdělovacích prostředků. Masáž, která byla vyprodukována medií byla opravdu velká. To způsobilo i onen masivní výprodej v prvním týdnu úpisu. Jen 8% klientů se dovědělo o možnosti půjčení peněz státu od rodiny či příbuzných. A zbylé 4% se ke koupi rozhodlo z podnětu pracovníka banky, který je o možnosti a parametrech produktu informoval a doporučil koupi. Pochopitelně největší banky měly díky odměně za prodej dluhopisů velký zájem na tom, aby se prodalo co možná největší množství. Finanční poradci se už tak moc nehrnuli v doporučování tohoto pro ně „neprovizního“ produktu. Dokonce někteří značně odrazovali klienty od koupě dluhopisů a doporučovali investici do kapitálového či investičního životního pojištění. Nedá se opět říct, že neměli u všech pravdu, ale jistě část vzorku, která je obsluhována právě těmito finančními poradci, měla potenciál ke koupi právě SSD, tedy jejich investiční profil byl vhodný ke koupit tohoto typu produktu.

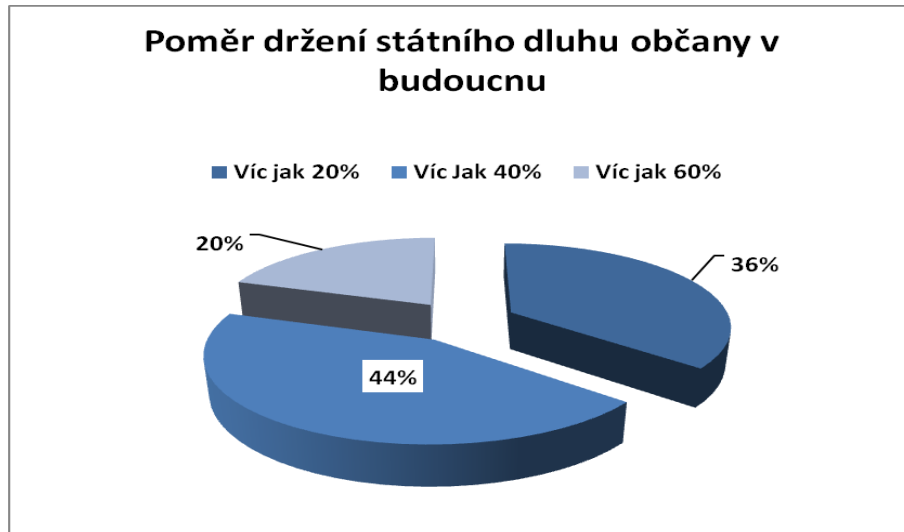
Třetím bodem zjišťování byla existence alternativního produktu na trhu. Později bude rozebráno srovnání výnosnosti jednotlivých hlavních spořicíh produktů se SSD, avšak otázkou zůstává, zda tento krok udělali i investoři, kteří si primární emisi přišli nakoupit. Tato otázka navazuje přímo úměrně na mediální paniku, která zachvátila celou laickou veřejnost. I přesto, že pro velkou část investorů by byl vhodný jiný typ produktu vzhledem k možnosti akceptace rizika či výhodnosti např. produktů se státní podporou, které nevlastnili, neváhali investoři nakoupit díky mediálnímu PR, pro ně evidentně méně výhodný produkt. Jak vyplývá z obrázku (Obr. 8.), tak jen 16% investorů se domnívá, že

existuje jiný produkt, který by splnil lépe nebo stejně parametry, který měl SSD. 80% kupujících tvrdí, že žádný takový produkt neexistuje. Jen 4% se přiznalo čistě, že vůbec neví nebo je to ani nenapadlo se poradit s odborníky o alternativách.



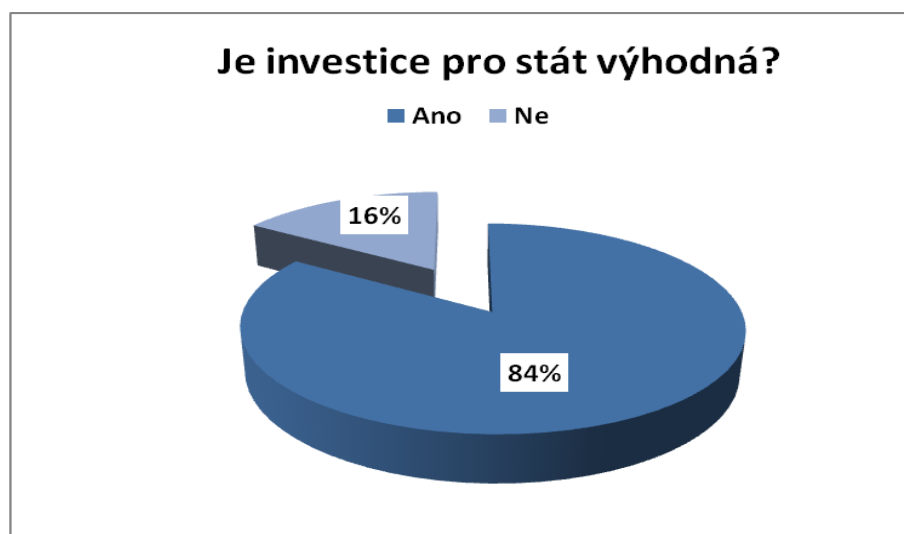
Obr. 8. – Grafické znázornění četnosti odpovědí na otázku, zda existuje na trhu alternativní produkt se stejným nebo obdobným výnosem. – (Vlastní zpracování)

Poslední dvě výzkumné otázky se týkaly záměru státu a důvodu, proč stát dluhopisy vlastně vydal. Hlavní myšlenka, která měla být potvrzena či vyvrácena, zda investoři vědí, jaké asi procento státního dluhu, prostřednictvím SSD, mají do budoucna domácnosti držet. Ministr financí se již před úpisem nechal slyšet, že jedním ze záměrů přenosu části dluhu na domácnosti je, aby i oni měli na sobě část odpovědnosti za veřejný dluh. O této otázce graficky vypovídá (Obr. 9.) Deklarovaných 40 – 50% velikosti veřejného dluhu, označilo za správnou odpověď 44% dotazovaných. O něco menší část, tedy 36% si myslí, že by to mělo být až 60% a 20% investorů označilo jako vhodnou variantu, že domácnosti budou držet něco přes 20% veřejného dluhu.



Obr. 9. – Jaký je předpoklad držení státního dluhu občany v budoucnu? – (Vlastní zpracování)

Poslední otázka zněla, jestli si myslí investoři, že je pro stát investice výhodná. Zde bylo cílem zjistit, jestli kupující nad tímto vůbec přemýšleli a jestli zkoumali aspekty důvodu případné výhodnosti. Majoritní většina 84% označila, že investice pro stát výhodná je. 16% procent se vyjádřilo opačně a z rozhovorů vyplynulo, že stát si půjčuje u občanů, protože již nikde jinde mu nepůjčí. Velká část z těchto dotazovaných si také myslí, že stát touto emisí výrazně zvyšuje veřejný dluh a tedy pro stát to musí být nevýhodné. Z těch dotazovaných, co odpověděli, že je investice pro stát výhodná takřka nikdo nedokázal říct proč. Grafický rozbor je znovu uveden na obrázku (Obr. 10.).



Obr. 10. – Četnost odpovědí na dotaz, zda si investoři myslí, že je investice pro stát výhodná či ne. – (Vlastní zpracování)

Výzkumu se zúčastnilo 37 mužů a 13 žen, což deklaruje, že ochotu investovat do tohoto produktu, měli především muži. Co se týká věku, tak největší část investorů byla ve věku mezi 40 – 75 lety, tedy spíše starší ročníky, což odpovídá zase konzervativní povaze produktu. Detailní rozbor účastníků uvádí přiložená tabulka (Tab. 12.).

Tab. 12. – Věková struktura dotazovaných. –
(Vlastní zpracování)

Věk	Četnost odpovědí
0 - 25 let	2
25 - 40 let	14
40 - 60 let	16
61 - 75 let	16
75 let a více	2

5.3 Rentabilita spořicíh státních dluhopisů pro stát

Velká část periodik, časopisů i odborných článků, obsahuje komentáře o šlechetných krocích ministerstva, jak konečně dodali na trh produkt tak výhodný, že ho prostě musí koupit každý občan. Je toho ale opravdu velmi málo, kolik již ministerstvo sdělí o tom, co to má za výhodu pro samotný stát. Vzhledem k aktuální situaci na politické scéně se tomu ani nedá divit. Vláda „rozpočtové odpovědnosti“ by mohla mít problémy, protože by musela vysvětlovat, proč vydává emise dalších státních dluhopisů. Proto bylo PR pojato jako otevřená emise bez účelu, která měla prověřit již zmiňovaný zájem občanů. To potvrzuje i článek uvedený ve finančních novinách, který vysvětluje, proč se MFČR rozhodlo tuto emise vydat.

"Chceme domácnostem nabídnout stejně výhodnou investiční příležitost, jaké se dostává velkým finančním skupinám a bankám. Jedním z cílů je také spojit hospodaření státu s majetkem občanů, což zvýší tlak na odpovědné chování politiků," uvedl ministr. MF chce podle něj dlouhodobě zvýšit podíl domácností na držbě státního dluhu na úroveň běžnou ve vyspělém světě, tedy kolem deseti procent.

Dluhopisy si mohou koupit občané ČR i cizí státní příslušníci. Dále budou k dispozici občanským sdružením, nadacím a nadačním fondům, církvím, obecně prospěšným společnostem a zahraničním neziskovým společnostem.

Pilotní emise má podle ministra zmapovat zájem občanů a odhalit případné nedostatky. Standardní emise by mělo MFČR podle Kalouska začít vydávat v roce 2012. "Domnívám

se, že v dalších letech budeme prodávat násobně více," uvedl ministr. Rozšířit by se měla i distribuční síť, například o pobočky Czech POINT. (Finanční noviny, 2011)

Již hned na začátku článku je velmi zvláštní, že MFČR chtělo nabídnout emisi právě proto, aby se SSD dostaly do rukou i běžných občanů. To měla být právě jedna z novinek a všeobecně jako novinkový produkt byl také prezentován. Avšak již z teoretické části vyplývá, že tomu tak není, že podobný typ dluhopisů tady již byl.

Jedná se pochopitelně o povodňové dluhopisy, to byl obdobný produkt, dále je třeba říct, že novinková není i možnost koupit si samotný státní dluhopis, protože ten si může každý koupit na sekundárním trhu. Tím novým by se chápalo právě uživatelská jednoduchost pořízení a propagace. (Pikora a Šichtařová, 2011, s. 90.)

Tedy nějaký účel, aby se SSD dobře prodaly, být musel. Jak to tedy je.

Názory předních ekonomů se různí, někteří uvádějí, že jde o levné financování státního dluhu a naopak druzí tvrdí, že se jedná o populistické gesto MFČR. (investicniweb.cz, 2011)

Všeobecně však opravdu vyplývá, že právě ministerstvo potřebuje levně financovat státní dluh, vzhledem k drahé expanzi státních dluhopisů vydaných ve formě eurobondů.

V souvislosti s tvrzením, že stát má levnější zdroje, vyplývá, že stát zkrátka jen hledá okruh možností, kdo je ještě ochoten mu půjčit. Tedy opravdu je nejpravděpodobnější diverzifikace dluhu mezi co největší množství věřitelů. No a zároveň poznámka o tom, že dluhopis je dražší než na normálním trhu, se uvádí pro srovnání systém dluhové služby. Z tabulky (Tab. 11.), která zobrazuje strukturu u pětiletých SSD, vyplývá také, že výnosy v prvních letech jsou zoufale nízké. Tedy z počátku má stát investici proklatě levnou. A je třeba ještě uvést také možnost ministerstva předčasně dluhopisy splatit. (Pikora a Šichtařová, 2011, s. 91). Opět se dá usoudit, že se jedná především o brilantní práci a možnou predikci vývoje úrokových sazeb. Tedy souhrnně se dají označit k rentabilitě státu a důvodu proč stát tyto bondy emituje následující:

- zjištění zdrojů v domácnostech a jejich ochota podílet se přímo na financování veřejného dluhu
- levné financování státního dluhu
- zviditelnění vlády v očích voličů, nabídnout občanům potenciálně výnosný produkt

Přesná návratnost, tedy rentabilita pro stát je těžce vypočitatelná, protože přesný účel finančních prostředků, vybraných z emise SSD není znám, avšak tento účel se z dostupných zdrojů odhadnout dá. **Na otázku, zda má vliv problematika spořicíh státních dluhopisů na veřejné zadlužení, se dá odpovědět všeobecně, že ano.**

Především proto, že ministerstvo hledá nový bohatý zdroj na trhu, které mu primární emisí přiklepli občané obrovským zájmem. Zároveň jde o zdroj velice levný. V kapitole č. 3 zobrazuje obrázek (Obr. 3.), že poměr domácího dluhu k zahraničnímu je asi 1:5, avšak poměr nákladů na financování domácího dluhu je dle tabulky (Tab. 9.) výrazně dražší. Poměrem je to asi 1:3 až 1:4. Proto se dá očekávat, že z avizovaného přenesením části veřejného dluhu na občany ČR, se časem pravděpodobně vyklube levné financování zahraniční dluhu. Může to být však pouze domněnka, avšak veškeré kroky tomu jasně nasvědčují.

Druhou stranou je, jak na primární emisí vydělili nebo vydělají samotní investoři.

5.4 Rentabilita spořicíh státních dluhopisů pro občany

Tato sekce již bude pro investory poněkud zajímavější, protože porovnává reálné argumenty pro a proti dluhopisům. Stěžejní otázkou na konci roku 2011 bylo, zda investoři půjčí peníze státu. To, co následovalo po této otázce, se dá označit jako euforie. Tři největší české banky zahrnuli během prvního týdne, kdy se stačila primární emise zcela vyprodat, obrovské množství klientů, se zájmem své peníze státu opravdu půjčit. Lépe řečeno, investovat svoje peníze do státu s předpokládaným zajímavým výnosem. Jak bylo výše uvedeno, tak z výzkumu vyplývá, že absolutní většina lidí do tohoto projektu šla právě z důvodu bezpečnosti a zajímavého výnosu. Bohužel masivní kampaň u mnohých lidí zakryla jakékoliv další rozpoznávací smysly a vrhli se s vervou do nákupu cenných papírů. Nedá se říct, že SSD nejsou a nebyly dobrou investicí, ale jak se zdá, tak se nedá tato fráze rozhodně paušalizovat, aneb každý investor přemýšlí jinak, má jiný přístup k riziku a hodí se pro každého jiný typ produktu k zhodnocení peněz. Zároveň je z výzkumu jasné, že ne všichni si spočítali a prozkoumali trh, aby mohli říct, že je právě investice do SSD pro ně ta nejvhodnější.

Ale postupně. Jaké mají běžní investoři možnosti zhodnotit své volné prostředky? Jako drobný investor nemá člověk v podstatě jinou šanci, než se obrátit s potřebou zhodnocení peněz na některou z finančních institucí nebo na některého z finančních poradců, kterých je

dnes obrovská síť. O jejich kvalitách a hodnocení by se dalo hovořit velmi dlouze a vyšlo by to i na samostatnou práci, avšak zde je tato varianta uvedena jen jako jedna z možných, na kterou se můžeme obrátit. Prostředků na zhodnocení finančních prostředků je celá řada. Tato práce je však zaměřena na problematiku SSD, a proto je vhodné srovnat obdobné na trhu velmi dobře dostupné produkty, které má široká veřejnost v podvědomí. Jsou to následující produkty.

- 1) bankovní termínovaná a netermínovaná depozita včetně spořicíh účtů
- 2) stavební spoření
- 3) penzijní připojištění
- 4) podílové fondy
- 5) kapitálová a investiční životní pojištění

5.4.1 Bankovní termínované, spořicí účty vs. spořicí státní dluhopisy

Spořicí účty jsou fenoménem posledních let. Ještě před zhruba deseti lety byly známy mezi laickou veřejností možná tak vkladní knížky a termínované vklady, pokud tedy člověk nechtěl jít do rizikových obchodů s družstevními záložnami. S příchodem nových konkurenčních bankovních subjektů na trh a vznikem internetových bank, začal právě tento fenomén.

Jedná se o banky, které se označují za tzv. nízkonákladové. Jejich hlavním cílem je zisk z úvěrových produktů, tedy z úrokových výnosů aktivních obchodů. Vyznačují se právě tím, že mají nízké náklady na provoz svých poboček a zaměstnanců. Pobočky mají velmi zřídka ve velkých městech. Je zde absolutní absence pokladního úseku, tedy omezené hotovostní transakce a možnost disponovat s hotovostí. Mezi tyto banky patří např. mBank, Zuno Bank, Equa Bank nebo třeba Air bank. (Kameníková, 2011, s. 20 – 21). Avšak aby tyto banky mohly klienty úvěrovat, musí je do banky nějakým způsobem dostat. Nejsnadnější řešení je právě depozitní úroková politika. Principem je nasazení vysokého úroku, který investory přiláká a následně je ztráta z depozitní marže kryta z aktivních obchodů.

Modelovým příkladem je např., když má investor k dispozici finance k zhodnocení na 1 rok. Nabízí se právě depozitní produkt banky nebo SSD jednoletý s kuponem 2% nebo SSD s dobou splatnosti 1 rok. Záměrně je porovnáván dluhopis jednoletý, protože je ne-

smysl srovnávat pětiletý dluhopis a spořicí konto, vzhledem k odlišným délkám vazací lhůty nebo likvidity. Tabulka (Tab. 13.), zobrazuje přehled úrokových sazeb jednotlivých bank u spořicích a termínovaných vkladů.

Tab. 13 - Přehled úrokových sazeb spořicích účtů a termínovaných vkladů. (Spořicí účty, 2012) - stav k 5. 4. 2012

SPOLEČNOST	SPOŘICÍ ÚČET	TERMÍNOVANÝ VKLAD
Air Bank	2,50%	nenabízí
AXA Bank	1,90%	nenabízí
Citibank	0,5 - 1,75 %	0,6 % / 1,20 %
Česká spořitelna	0,8 - 3,2 %*	1,15 % / 1,5 %
ČSOB	1,2 % + 0,5 %	1,25 % / 1,25 %
Equa Bank	2,30%	3 % / 3 %
FIO	1,25%	2,05 % / 2,5 %
GE Money	1,40%	1,6 % / 2,3 %
ING Konto	1,75%	- / 1,9 %
Komerční banka	1 + 0,5 %	1,6 % / 2 %
LBBW	1,75 %***	2,25 % - 3 %
mBank	až 2 %	nenabízí
Oberbank	0,5 - 1,25 %	2,2 % / 2,2 %
Poštovní spořitelna	0,1 - 1,6 %	nenabízí
Raiffeisenbank	0,01 - 0,8 %	1,9 % / 2,5 %
UniCredit	0,05 - 3,0 %	2,1 % / 2,5 %
Volksbank	1,33%	2,63 / 2,65 %
WPB Capital	2,15 - 4,35 %**	3,2 % / 4,25 %
Wüstenrot	2,30%	3,15 % / 3,4 %
ZUNO	2 - 2,5 %	2,6 % / 3 %

* úrok 3,2 % jen při zůstatku 250 000 - 299 999 Kč

**minimální měsíční vklad: 300 Kč, maximální měsíční vklad: 5000 Kč

** spořicí účet s výpovědní lhůtou 6 měsíců - 5 let

***při zůstatku 100 000 Kč a více, jinak úrok 0,25 % p. a.

Jen drobné banky mohou konkurovat spořicímu dluhopisu na jeden rok. U větších bank se objevuje úrok max. 1,5%. Pod přehledem je také několik tzv. hvězdiček, což deklaruje možná omezení, většinou to jsou omezení spojená právě vedení spořicího konta s běžným účtem nebo koupě dalšího křížového produktu, tzv. cross-selling. Prostě pokud se porovnávají finance ke zhodnocení kolem jednoho roku, musí se brát aspekty likvidity a rizikovitosti banky, v které se budou depozita zhodnocovat. Na závěr se dá říct, že v případě, že

investor ví o tom, že investici nebude do roku potřebovat, je pro něj daleko méně rizikové, se zajímavějším výnosem, uložit peníze do státního dluhopisu. Pokud se však vyžaduje potřeba vysoké likvidity, pak pravděpodobně bude vhodnější volit spořicí konto, nejlépe u některé z větších bank. I když celkový výnos bude nižší, existuje velmi malé procento rizika defaultu, než u nových, nízkonákladových bank. Většina velkých českých bank je také ochotna, pokud peníze do banky přinášíme jako peníze pro banku nové, nabídnout zajímavější úrokovou sazbu než je sazba vyhlášená a veřejně deklarovaná. Jde potom o tzv. neveřejnou nabídku.

Jak bylo výše již uvedeno, tak je velmi obtížné hodnotit produkty spořicíh kont a dlouhodobých státních spořicíh dluhopisů a to především z tohoto důvodu, že není známo, jaké budou úrokové sazby v horizontu pěti let. Tím pádem se nedá kvalifikovaně odhadovat i čistý výnos. Ovšem je také důležité sdělit, že spořicí konto je pro investice v pětiletém horizontu všeobecně velmi nevhodné. Je určeno čistě na krátkodobé zhodnocení finančních prostředků. Nedá se v žádném případě očekávat od produktu tohoto typu např. překonání míry inflace.

5.4.2 Stavební spoření vs. spořicí státní dluhopisy

Srovnání kontroverzního produktu posledních let, kterým není nic jiného, než stavební spoření, je již zajímavější, protože samotný produkt s velmi slušnou státní podporou se jeví, jako dobrý konkurent retailových dluhopisů?

Stavební spoření sahá daleko do historie, první stavební spořitelna byla otevřena v roce 1775 v Birminghamu. O stavebním spoření v ČR, se dnes hovoří spíše jako o tzv. novodobém stavebním spoření, které bylo zavedeno schválením zákona o stavebním spoření a státní podpoře číslo 96/1993 Sb. Prvotní nedůvěra, která stavební spoření provázela, však brzy opadla a stavební spoření se dostalo mezi nejoblíbenější spořicí produkty v naší republice. Pochopitelně od roku 1993 stavební spoření několikrát změnilo svoje parametry. Nejcitelnější změna přišla v roce 2003, kdy byla ukončena státní podpora ve výši 4500 Kč a nově již byla u nových smluv vyplácena jen podpora 3000 Kč. Během minulých let 2010 a 2011 se opět vláda rozhodla o úpravě tohoto produktu a snížila státní podporu na 2000 Kč. A to není vše, protože se nově opět připravuje novela, kdy státní podpora by měla být vázána čistě na taxativně vymezené účely. (ASOCIACE ČESKÝCH STAVEBNÍCH SPOŘITELN, 2012)

Při samotném srovnávání tohoto produktu s dluhopisy, bude rozhodovat o samotné rentabilitě, výše investované částky. U stavebního spoření především platí, že v případě jeho využití na spoření, se efektivně vyplácí jen do určité částky a to je roční vklad pro získání maximální státní podpory. Ten je dnes stanoven zákonem o stavebním spoření výší 20.000,- Kč. Při vázací lhůtě 6 let, je tedy nejefektivnější výnos ze stavebního spoření vkladem 120.000 jednorázově na dobu 6 let.

Modelová situace: Investor požaduje zhodnocení 120.000,- na dobu 6 let.

Parametry:

- Úrok: 2% - jedná se o průměrný úrok, kterým nové smlouvy o stavebním spoření úročí většina stavebních spořitelén.
- Státní podpora: 2000 Kč
- Daň z výnosu: 15% - je daněn výnos z vkladu a výnos ze státní podpory
- Poplatek za vedení účtu: 300 Kč, opět se jedná o průměrnou výši poplatku u stavebního spoření
- Cílová částka: 150.000 a z ní vstupní poplatek ve výši 1%, tedy 1.500,- Kč.

Tab. 14. – Ruční výpočet výnosu stavebního spoření po 6-ti letech s ročním připisováním úrokových výnosů. (Vlastní zpracování)

Rok	Vklad nový rok	Státní podpora	Zhodnocení vklad + SP	Daň z výnosu	Poplatek za vedení účtu	Roční výnos	Výnos v %
			2%	15%			
1	118500	2000	2410,0	361,5	300	3748,50	3,16
2	122248,5	2000	2485,0	372,7	300	3812,22	3,12
3	126060,7	2000	2561,2	384,2	300	3877,03	3,08
4	129937,8	2000	2638,8	395,8	300	3942,94	3,03
5	133880,7	2000	2717,6	407,6	300	4009,97	3,00
6	137890,7	2000	2797,8	419,7	300	4078,14	2,96
	141968,8						19,80

V příložené tabulce (Tab. 14.) při zadání vstupních parametrů je patrné, že celkové zhodnocení za 6 let je 19,8%, to znamená průměrné **3,3%**. Jedná se tedy o výhodnější produkt, než jsou spořicí státní dluhopisy. Musí se však přihlídnout k atributu, že se jedná o produkt na 6 let oproti dluhopisům, které jsou prozatím produktem pětiletým. Ovšem v případě, že

by u stavebního spoření byla vázací lhůta pouze 5 let, byl by efektivní výnos za 5 let ještě vyšší.

Pro investory, kteří by volili mezi konzervativními produkty, tak stavební spoření do částky 120.000,- Kč při jednorázovém vkladu je produktem zajímavějším. Od 150.000 Kč vkladu se však již začínají vyplácet spořicí státní dluhopisy. Tedy ve srovnání těchto dvou produktů je relativně výhodnější stavební spoření, avšak jen do určité výše částky.

5.4.3 Penzijní fondy vs. spořicí státní dluhopisy

Penzijní připojištění je další z konzervativních produktů, které si investor na trhu může zakoupit. Jedná se tak jako stavební spoření o velmi oblíbený produkt a to primárně díky vyplácené státní podpoře. Penzijní připojištění chápeme ve dvou souvislostech.

- 1) Jedná se o prostředek na odkládání peněz, které budou v budoucnu sloužit jako zajištění nebo jako určitý „přídavek“ k vyplácenému starobnímu důchodu.
- 2) Druhým pohledem se ale dá také chápat, jako investiční prostředek, vzhledem k zajímavému zhodnocení.

V případě bodu č. 1 asi pochopitelně srovnání se spořicími dluhopisy nejde, avšak co se týká bodu č. 2, tak zde si již srovnání provést dá. Penzijní připojištění oproti spoření stavebnímu má pro svou povahu omezení ještě jedno, a to, že vázací lhůta je sice pětiletá, ale podmínkou výplaty fondu je věk 60 let. Tedy tato forma se hodí jen pro investory, kteří při koupi mají více jak 55 let. V opačném případě by po pěti letech již investoři nedostali státní podporu, v případě výplaty a tím by se výrazně omezila výnosnost produktu. Dále je třeba zmínit, že státní podpora je zde vyplácena max. na částku 6.000,- Kč / ročně ve výši 1.800,- Kč. Avšak od 1. 1. 2013 je plánována reforma, která má zvýšit částku státní podpory na 2.760,- Kč / ročně s příspěvkem min. 12.000,- Kč ročně. (Penzijní připojištění, 2012)

Pokud se porovnání emise z roku 2011, musí se brát v potaz výnos ještě 2 roky při starých podmínkách. Opět se nabízí modelová situace:

Investor požaduje investici 48.000,- na dobu 5 let.

Parametry:

- Úrok: 2% - u penzijních fondů není úrok daný, záleží na výnosnosti, ale bereme opět v potaz nějaký průměrný výnos v minulých letech.

- Státní podpora: 1.800 / 2.760 Kč
- Daň z výnosu: 15% - je daněn výnos z vkladu a výnos ze státní podpory
- Vstupní věk: Více jak 55 let

Tab. 15. - Ruční výpočet výnosu penzijního připojištění po 5-ti letech s ročním připisováním úrokových výnosů. (Vlastní zpracování)

Rok	Vklad nový rok	Státní podpora	Zhodnocení vklad + SP	Daň z výnosu	Roční výnos	Výnos v %
			2%	15%		
1	48000	1800	996,0	149,4	2646,60	5,51
2	50646,6	1800	1048,9	157,3	2691,59	5,31
3	53338,2	2760	1122,0	168,3	3713,67	6,96
4	57051,9	2760	1196,2	179,4	3776,80	6,62
5	60828,7	2760	1271,8	190,8	3841,01	6,31
	64669,7					34,73

Z tabulky (Tab. 15) je vidět, že po propočtu je stanoven celkový zisk na 34,73%, což je průměrný roční výnos 6,9%

Výnos je opravdu slušný, ale zakrývá ho skutečnost, aby na tento výnos investor dosáhl, musí překonat velké množství atributů. Věk, částka. Při uvedených parametrech a vkladu kolem 200.000,- Kč se již penzijní připojištění blíží pod celkové průměrné zhodnocení 3%. Od této částky, se označuje penzijní fond za méně výnosný, jak státní dluhopis, avšak u tohoto produktu není stanoven přesný roční výnos, jak u stavebního spoření. Při efektivním vkladu 48.000,- však penzijní připojištění je efektivnější, jak spořicí státní dluhopisy. Bohužel se opravdu v porovnání se spořicími státními dluhopisy vyplatí pouze při nižších částkách a vyšším věku.

5.4.4 Podílové fondy vs. spořicí státní dluhopisy

Plynule navazuje problematika srovnání podílových fondů, se spořicími dluhopisy. Nabízí se otázka, jaký je vlastně rozdíl mezi podílovým fondem a fondem penzijním. Šichtařová (2011, s. 96 a 97) tento rozdíl definuje následovně: „Rozdíl mezi podílovým a penzijním fondem je asi jako mezi nesezdaným panenstvím a církevní svatbou: z jednoho se vykrotíte celkem snadno, maximálně přijdete o oblíbenou sadu skleniček, které váš partner(ka) při vašem odchodu za vámi vzteky hodí z okna. Z druhého to jde o poznání hůř. Výnos jak

podílových fondů, tak penzijních fondů se odvíjí od vývoje ceny podkladového aktiva – rozumějme: od cen toho, co fond nakoupí za peníze vybrané od svých klientů. Podílový fond – stejně jako penzijní – může nakoupit leccos. Podle toho se podílové fondy dělí na akciové, dluhopisové, smíšené, komoditní, nemovitostní, ...“

Šichtařová (2011, s. 97) také velmi trefně podotýká, že by se měla zavést ještě jedna kolonka podílových fondů a to fondy toxické. To jsou ty, které si do svých útrob nakoupili takové „perly“ jako jsou např. řecké dluhopisy.

Podílové fondy se řadí do sekce tzv. kolektivního investování, kdy se jedná o hromadnou investici vypočítanou objemem prostředků na jednotku podílového listu – počet vydaných podílových listů.

Velká výhoda podílových fondů je jejich likvidita, tedy to, že se z nich dá kdykoliv vystoupit. Podkladovým aktivem jsou většinou nástroje peněžního trhu, dluhopisy, akcie a další. Hlavním motivem investorů v případě, když je podkladovým aktivem fondu třeba dluhopis, kupovat si právě ten fond a ne přímo státní dluhopis, je jednoduché. Jedná se primárně o to, že investor si ve fondu za určitý poplatek (vstupní, výstupní, manažerský), kupuje určitou strategii, o kterou se mu někdo stará. Musí však investor počítat, že o tyto poplatky se tedy pak jeho celková investice snižuje. (Kohout, 2010)

Rentabilita u jednotlivých fondů v porovnání se spořicími státními dluhopisy je následující:

- **Fondy peněžního trhu:** Tyto fondy vznikly primárně z důvodu, aby i účastníci sekundárního trhu měli možnost se podílet na těchto finančních instrumentech, což v minulosti vzhledem k vysoké nominální ceně jednoho cenného papíru nemohli. Vzhledem k tomu, že se jedná o trh peněz, tak se tyto fondy odráží spíše od úrokových sazeb, tzn. výnos je srovnatelný s úročením spořicími kont. Tedy výnosnější fondy peněžního trhu by oproti krátkodobým SSD mohli být jen za podmínky, že by na trhu existovaly vysoce výnosné pokladniční poukázky. Protože se však jedná o krátkodobé dluhopisy státu, je jen těžce představitelné, že by tato situace někdy nastala.
- **Fondy dluhopisové:** Výše byla řešena otázka, zda by měl investor koupit dluhopisový fond, nebo samotný dluhopis? U této problematiky je však důležité říct, že hlavním rozdílem mezi dluhopisovým fondem a samotným SSD je, že dluhopisový fond se odráží od tržní hodnoty dluhopisů na trhu, tedy působí na něj přímo vliv

úrokových sazeb. Z tohoto pohledu pochopitelně může být při vhodné době nákupu fondu, většinou při predikci poklesu úrokových sazeb, zajímavější nakoupit přímo dluhopisový fond oproti standardnímu dluhopisu. Tato forma je ale zase optimálnější pro konzervativnější, avšak zkušenější investory.

- **Fondy akciové:** Zde se již jedná o dynamickou investici a v případě zakoupení akciového fondu na dobu 5 a více let a při standardních podmínkách na kapitálových trzích, bude pro investora pravděpodobně výnosnější zakoupení akciového fondu. Dostáváme se ale v této fázi již do našeho trojúhelníku¹: poměr riziko, výnos, likvidita. Pro většinu investorů, kteří si dluhopisy koupili, jako konzervativní investiční nástroj, nebude pravděpodobně akciová složka v portfoliu sloužit, jako srovnání se SSD, protože na tyto cenné papíry nejsou primárně zacílení.

Velice jednoduše u podílových fondů strašně záleží na investiční strategii, ochotě klienta podstupovat určité riziko. Až podle stanovení tohoto lze porovnávat spíše investiční strategie. Kdo je ochoten podstupovat určité riziko a dokáže si zakoupit do portfolia třeba smíšený fond či akciový, je tato investice z dlouhodobého hlediska pravděpodobně výnosnější. Srovnání výše uvedených fondů je jen ukázka. Podílových fondů existuje obrovské množství s jiným zaměřením, kombinací a porovnání v této práci by nebylo k SSD efektivní.

5.4.5 Investiční/kapitálové životní pojištění vs. spořicí státní dluhopisy

Může se zdát, že porovnávání těchto dvou produktů, je jako porovnání jablek s hruškami. Ale pravdou je, že tomu tak z daleka není. Většina pojišťoven nabízí tzv. kapitálové nebo investiční životní pojištění. Pokud se v bance, pojišťovně či od finančního poradce investor nedoví o tom, že se dá využít pouze na spoření a mít nulovou pojistnou ochranu, pak ho právě většina investorů bude považovat za pojistku. Většina pojišťoven nabízí hned několik produktů čistě na zhodnocení. Jedná se většinou o tzv. fondy s garantovaným zhodno-

¹ Investiční strategie je určitým hledáním kompromisu mezi snahou o maximalizaci výnosu, minimalizaci rizika, to vše při co nejvyšší likviditě investice. Toto tvrzení vychází z teorie investičního trojúhelníku, která říká, že není možné nalézt žádnou investici, která by současně dokázala dosáhnout všech tří vrcholů investičního trojúhelníku (výnos, riziko, likvidita). (finanční noviny, 2008)

cením, kde Vám pojišťovna předem sdělí, kolik Vám za rok připíše peněz na úroku a navíc Vám ještě slíbí podíl z výnosu pojišťovny. (Komerční pojišťovna, 2012)

Tyto produkty vypadají na první pohled velmi dobře, avšak paradoxně pojišťovny nemusí klientům komunikovat správné náklady za své produkty. Tím se potenciál investice rapidně sníží, protože většinou trvá nějaký ten měsíc, než vklad začne vůbec vydělávat. Většina pojišťoven nabízí v těchto produktech výnos kolem inflace a minulých letech to u těchto konzervativních vkladů, vydělalo kolem 3%. Pokud se počítá s tím, že to bude pevný úrok na celou dobu, byl by to slušný konkurent delším verzím SSD. Avšak tyto sazby jsou pohyblivé a s příchodem nižších sazeb vyhlášené ČNB, přichází i k těmto produktům nižší výnos a naopak. Protože současná predikce je taková, že se sazby mají v průběhu pěti let spíše zvedat, asi by mohlo být dobrou strategií, investici do těchto produktů rozdělit. Nic moc se tím neriskuje a investor si tvoří průměr z dvou výnosů. Takže v kombinaci kapitálové/investiční životní pojištění se spořicími státními dluhopisy je volba pojištění pro toho, kdo je nad míru opatrný a svou konzervativní investici chce rozdělit do více subjektů trhu. Výnosově jsou tyto produkty takřka totožné, avšak každý funguje na zcela jiném principu.

5.5 Návrh nové emise spořicích státních dluhopisů

Spořicí státní dluhopisy se stávají běžně nabízeným instrumentem i ve státech EU. Ministerstvo financí by mělo pokračovat v dalších emisích především proto, že si levně může financovat svůj dluh a přenesením dluhu na občany tím až tak moc nepokazí a možná i udělá konzervativním investorům radost. V tuto chvíli nelze říct, jak moc by měl být vysoký podíl, domácnostmi drženého veřejného dluhu, každopádně pilotní emise dopadla na výbornou pro stát a tedy není důvod, proč emisi nezopakovat. Zajímavá by byla jistě úprava stávajících třech dluhopisů. Vzhledem k blížící se splatnosti prvního jednoletého dluhopisu primární emise, by právě na tuto splatnost měla navázat další emise s datem 2. 1. 2013. Vyplývá to i z logiky potřeby určitého upisovacího období. Tato emise však pravděpodobně nebude druhou, ale již třetí emisí, vzhledem k předběžnému avízu z MFČR, provést tzv. jarní emisi. V době psaní této práce zatím nebyla tato informace potvrzena. V návrhu emise této práce, oproti emisi primární, by neměl chybět další jednoletý dluhopis se stejným kuponem vzhledem k predikci zvyšování úrokových sazeb. Sazba by se neměla rozhodně snižovat tak, jak o tom bylo na MFČR uvažováno. Pravděpodobně by to vedlo k nezájmu o dluhopis. Určitě by měl zůstat oblíbený pětiletý dluhopis reinvestiční a nově

by do nabídky měl být uveden protiinflační dluhopis také pětiletý. Měl by to být dluhopis s pohyblivou sazbou, která bude přímo úměrná od míry inflace. Reálně se peníze nezhodnotí, ale investoři nedostanou nic navíc. Posledním dluhopisem by měl být kuponový, avšak na dobu 7 let. Tento by měl být stanoven s nejvyšší kuponovou sazbou, aby stát získal dlouhé zdroje a investor měl každoročně vyplacenu kuponovou sazbu, ta by měla být pevná a rovnoměrná po celou dobu, tedy nikoliv odstupňovaná od nejnižší sazby v prvním roce po nejvyšší v roce posledním. Mohla by se nabídnout otázka ještě sedmiletého protiinflačního dluhopisu, avšak v tom případě by tento dluhopis byl asi určen jen pro ty nejkonzervativnější investory, vzhledem k tomu, že 7 let bude jejich dluhopis nevýdělečný.

Bližší návrh je popsán v tabulce (Tab. 16.) a (Tab. 17.).

Tab. 16. – Návrh jednoletého dluhopisu diskontovaného a pětiletého reinvestičního dluhopisu – (Vlastní zpracování)

Státní spořicí dluhopis	1letý diskontovaný spořicí státní dluhopis Diskontovaný	5letý reinvestiční spořicí státní dluhopis Reinvestiční
Upisovací období	12. 11. – 21. 12. 2012	12. 11. – 21. 12. 2012
Datum emise	2. 1. 2013	2. 1. 2013
Datum splatnosti	3. 1. 2014	3. 1. 2018
Nominální hodnota 1 ks	1 Kč	1 Kč
Emisní kurz	98%	100%
Min. upisovaný objem	1000 ks	1000 ks
Požizovací cena 1000 ks	980 Kč	1 000 Kč
Max. upisovaný objem	5 Mld.	bez omezení
Typ úročení	diskont*	rostoucí pevná úroková sazba
Výplata úrokového výnosu	při splatnosti	při splatnosti
Možnost předčasného splacení	NE	ANO
Reinvestice úrokového výnosu**	NE	ANO

Tab. 17. – Návrh pětiletého protiinflačního reinvestičního dluhopisu a sedmiletého kuponového dluhopisu – (Vlastní zpracování)

Státní spořicí dluhopis	5letý protiinflační spořicí státní dluhopis Reinvestiční	7letý reinvestiční spořicí státní dluhopis Kuponový
Upisovací období	12. 11. – 21. 12. 2012	12. 11. – 21. 12. 2012
Datum emise	2. 1. 2013	2. 1. 2013
Datum splatnosti	3. 1. 2018	3. 1. 2020
Nominální hodnota 1 ks	1 Kč	1 Kč
Emisní kurz	100%	100%
Min. upisovaný objem	1000 ks	1000 ks
Požizovací cena 1000 ks	1 000 Kč	1 000 Kč
Max. upisovaný objem	bez omezení	bez omezení
Typ úročení	rostoucí pohyblivá úroková sazba	rostoucí pevná úroková sazba
Výplata úrokového výnosu	při splatnosti	1x ročně
Možnost předčasného splacení	ANO	ANO
Reinvestice úrokového výnosu**	ANO	NE

* rozdíl mezi nominální hodnotou dluhopisu a jeho pořizovací cenou

** úrokový výnos není vyplácen, ale je reinvestován připsáním dalších spořicí dluhopisů v objemu úrokového výnosu na Váš majetkový účet

Podobným stylem by mohla vypadat nabídka nové emise SSD. První zmínky o tom, že se chystá jarní a podzimní emise, která bude navazovat na emisi primární, již v tisku proběhly, jak bylo uvedeno výše. Návrh je sestrojen primárně z pohledu toho, jak jednotliví investoři na dluhopisy reagovaly a v jak velké míře je kupovali.

Závěrem kapitoly se dá říct, že spořicí státní dluhopisy jsou velmi dobrou posilou v produktové základně finančních trhů. Z popisu primární emise se dá vyčíst, že jsou retailové dluhopisy velice dobře nastaveny, ať už co se týká výnosnosti, tak co do daňové politiky. Z důvodu bezpečnosti, dostupnosti a poměrně zajímavého výnosu na konzervativní produkt, si je vybírají i investoři. Vyplývá to z provedeného výzkumu po prodeji emise. Také se dá říct, že o produkt projevují zájem především starší typy investorů. Z rozhovorů i mimo prodej vyplynulo, že mladší investoři se spíše přiklání k alternativním produktům a upřednostňují spíše tržní analýzu, než si produkt zakoupí. Právě opakem byl výstup z výzkumu, kdy většina kupujících investorů si vůbec průzkum neudělala a koupila si produkt

v rámci mediální kampaně, při čemž na trhu existují relevantní alternativy v produktech, které jsou atraktivnější než přímo spořicí státní dluhopisy, i když s jistými omezeními. To dokládá analýza srovnání jednotlivých nejčastěji prodávaných produktů v rámci trhu. Propočty jasně ukazují, že na trhu se na některých produktech dá vydělat i několika násobek toho, co na spořicích dluhopisech. Přesto existuje skupina investorů, pro které je vhodný přímo jen produkt SSD. Ze závěrů zájmu z první emise byla navržena druhá, která by měla navazovat svou povahou na emisi první, vzhledem k obrovskému úspěchu. Návrh je vytvořen autorem práce a finální úprava se pravděpodobně bude lišit. Úprava v práci navazuje jen na závěry, které byly vyzkoumány z výstupů z emise primární.

ZÁVĚR

Hlavní tematikou této bakalářské práce bylo celkové zhodnocení první emise spořicíh státních dluhopisů, s analýzou trhu státních dluhopisů, pohledem na vývoj a analýzu veřejného dluhu a zhodnocení rentability dluhopisů pro občany i stát.

Teoretická část práce zahrnuje analýzu dostupné literatury a sběr nejdůležitějších faktů, které přímo souvisí s problematikou státních dluhopisů, spořicíh státních dluhopisů, ale i problematikou veřejného dluhu, s kterou dluhopisy úzce souvisí. Jsou zde rozebrány podrobnosti ratingu, hodnocení dluhopisů, náležitosti a historie dluhopisů. Dále pak veřejný dluh, jeho skladba a měření.

Praktická část obsahuje konkrétnější analýzu struktury a vývoje veřejného dluhu včetně jeho skladby. Výsledkem první části praktické sekce je výstup analýzy, která pojednává o nárůstu veřejného dluhu nejen o každoroční přibývající schodky veřejných rozpočtů, ale i vzrůstající náklady na financování těchto dluhů. Nejvíc alarmující jsou náklady na financování zahraničního dluhu. S tím souvisí i splnění druhého cíle praktické části a to provedení analýzy aktuální situace na trhu státních dluhopisů. Tu považují celkově za stabilní, dluhopisy a jejich splatnost je rovnoměrně rozložena do několika let. Z analýzy také vychází, že MFČR hledá nové formy financování státního dluhu a to formou spořicíh státních dluhopisů, o které pojednává poslední část práce. Výsledkem poslední části je vyhodnocení primární emise SSD a její srovnání s ostatními nejznámějšími produkty finančního trhu. Připojen je i návrh, jak by mohla vypadat podle průzkumu trhu nová emise, ať už druhá či třetí.

Výsledkem hlavního cíle je výstup analýzy, že první emise byla velmi dobře načasovaná, dá se říct, že konzervativní investoři na ni velmi dlouho čekali. Emise byla během jednoho týdne vyprodána a stát si přišel na 20,4 mld. korun z kapes drobných investorů. Tato emise proběhla na podzim roku 2011, kdy se celkově zhoršovalo celkové ekonomické prostředí v důsledku nastupující dluhové krize spojené s problematikou zadlužení Řecka. Tato situace zasáhla i Česko, kdy se chvíli zdálo, že by mohla být řecká situace nebezpečná i právě pro Českou republiku. Začátek roku 2012 se ale projevil úplně opačně a situace na dluhopisovém trhu se uklidnila. Právě proto MFČR vyšlo s tiskovou zprávou, že chystá další dvě emise spořicíh státních dluhopisů. Na základě zjištění z analýzy nákladovosti státního dluhu, jsem došel ke stanovisku, že cesta spořicíh dluhopisů pro občany je cestou pro stát

poměrně levnou vzhledem k tomu, že státní dluh v zahraničních měnách a emitovaný v zahraničí je výrazně dražší, jak dluh emitovaný v české měně. Tedy hlavní cíl práce je splněn právě konstatováním, že státní spořicí dluhopisy mají vliv na veřejné zadlužení právě tím, že mohou hrát významnou roli v levném financování státního dluhu a např. předčasném splacení dluhu zahraničního.

Všechny cíle práce byly tedy naplněny.

Spořicí státní dluhopisy si u investorů našly nezastupitelnou pozici, jsou vhodným doplňkem portfolia, ale i krátkodobou celkovou investicí. Na trhu existují alternativní produkty, avšak vždy záleží na postoji investora, jakým směrem se vydá. Rozhodně se nedá říct, že by retailové dluhopisy byly krokem vedle. Občané svým postojem, kdy během týdne vyprodali první emisi SSD, dali jasně najevo, že chtějí peníze státu půjčit a očekávají za to seriózní zhodnocení, avšak nejen to. Očekávají zároveň i efektivnější nakládání s veřejným dluhem a jeho financováním. Jestli bude správnou cestou participace občanů na státním i veřejném dluhu, ukáže až několik dalších let. Klíčem k úspěchu je především efektivní rozklad emisí dluhopisů, ale i vývoj makroekonomických veličin, vývoj finančních trhů, budoucnost Evropské unie a další.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Monografie:

Česká republika. ÚSTŘEDNÍ SDĚLENÍ ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY: o vydávání Pravidel pro primární prodej státních dluhopisů organizovaný Českou národní bankou. In: Věstník ČNB. Praha, 2011, roč. 2011, 16/2011. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2011/download/v_2011_16_22211610.pdf

Česká republika. Zákon o dluhopisech. In: Sbírka zákonů České republiky. Praha, 2004, roč. 2004, 190/2004 Sb., 63. Dostupné z: <http://aplikace.mvcr.cz/archiv2008/sbirka/2004/sb063-04.pdf>

DVOŘÁK, Pavel. Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2008. ISBN 978-80-7400-075-1.

FAERBER. All about bonds and bonds mutual funds: the easy way to get started. II. Title. USA: McGraw-Hill, 2000. ISBN 0-07-134507-8.

H. BOND, Patrick a Petr K. BROWN. RATING VALUATION: Principles and practice. Third edition. Great Britain: EG Books, 2011. ISBN 978-0-08-096688-5.

HAMERNÍKOVÁ, Bojka a Alena MAATYOVÁ. Veřejné finance. 2. aktualizované vydání. Praha: Walters Kluwer ČR, 2010. ISBN 978-80-7357-497-0.

JÍLEK, Josef. Finanční trhy a investování. První vydání. Praha: GRADA Publishing, 2009. ISBN 978-80-247-1653-4.

KAMENÍKOVÁ, Blanka, Hana ŘEDINOVÁ a Jiří POLÁCH. Bankovníctví a pojišťovnictví: Cvičebnice. první vydání. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2011. ISBN 978-80-7454-117-9.

KLOUDOVÁ, Jitka. Makroekonomie I: Studijní pomůcka pro distanční studium. první vydání. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2009. ISBN 978-80-7318-800-9.

KOHOUT, Pavel. Investiční strategie pro třetí tisíciletí. 6. přepracované vydání. Praha: GRADA Publishing, 2010. ISBN 978-80-247-3315-9.

MUSÍLEK, Petr. Trhy cenných papírů. 2. aktualizované a rozšířené vydání. Praha: EKOPRESS, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5.

PEKOVÁ, Jitka, Jaroslav PILNÝ a Marek JETMAR. Veřejná správa a finance veřejného sektoru. 3. přepracované vydání. Praha: ASPI, 2008. ISBN 978-80-7357-351-5.

PIKORA, Vladimír a Markéta ŠICHTAŘOVÁ. Všechno je jinak: aneb co nám neřekli o důchodech, euru a budoucnosti. První vydání. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-4207-6.

POLOUČEK, Stanislav. Peníze, banky, finanční trhy. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-152-9.

VINŠ, Petr a Václav LIŠKA. Rating. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2005. ISBN 80-7179-807-X.

VOCÍLKA, Aleš a Igor BIELIK. Půjčíte peníze státu?. FOND SHOP: Nezávislý magazín o investování a finančním plánování. 2012, roč. 12, 20/2012, s. 8-9. ISSN 1211-7277.

Internetové zdroje:

ASOCIACE ČESKÝCH STAVEBNÍCH SPOŘITELN. Historie stavebního spoření - Stavební spoření - AČSS: Asociace českých stavebních spořitelů. AČSS: Asociace českých stavebních spořitelů [online]. Praha, 2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: <http://www.acss.cz/cz/stavebni-sporeni/historie-stavebniho-sporeni/>

BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA. Seznam kótovaných investičních nástrojů ke dni 2. 5. 2012. Burza cenných papírů Praha, a. s. [online]. Praha, 1998-2012 [cit. 2012-05-01]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/Cenne-Papiry/>

CENTRÁLNÍ DEPOZITÁŘ CENNÝCH PAPÍRŮ, a.s. Centrální depozitář cenných papírů, a.s. [online]. Praha, 2009 - 2012 [cit. 2012-05-01]. Dostupné z: <http://www.centralnidepozitar.cz/>

ČNB. Seznam primárních dealerů státních dluhopisů České republiky: Česká národní banka. Česká národní banka [online]. Praha, © 2003-2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/seznam_primarnich_dealeru_stat_dluhopisu.html

DŘÍMAL, Marek. Českým dluhopisům se letos zatím daří: HN.IHNED.CZ - finance. ECONOMIA. HospodářskéNoviny.cz: Prestižní deník s důrazem na ekonomiku [online]. Praha, 2012 [cit. 2012-05-01]. Dostupné z: <http://hn.ihned.cz/c1-54898300-ceskym-dluhopisum-se-letos-zatim-dari>

FINANCE MEDIA. Náležitosti dluhopisu: Investujme.cz. Investujme.cz: Investice [online]. Brno, 2000 - 2011 [cit. 2012-05-01]. Dostupné z: <http://investice.finance.cz/dluhopisy/co-jsou-to-dluhopisy/nalezitosti-dluhopisu/>

FinančníNoviny.cz. Pilotní emise dluhopisů pro občany MF vydá 11. listopadu: ČTK. FinančníNoviny.cz [online]. Praha, 2011 [cit. 2012-05-01]. Dostupné z: <http://www.financninoviny.cz/zpravy/pilotni-emisi-dluhopisu-pro-obcany-mf-veda-11-listopadu/687754>

IHNED.CZ. Ratingové agentury. IHNED.cz: Zpravodajský server Hospodářských novin [online]. Praha: Economia, 2012 [cit. 2012-05-01]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/tagy/ratingove-agentury-124303b>

INVESTIČNÍWEB.CZ. Emise českých státních dluhopisů: Zajímavá investice, nebo jen levné financování pro stát?. Investicniweb.cz: zpravodajský portál pro investory [online]. 2011 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: <http://www.investicniweb.cz/ekonomika/2011/10/6/clanky/emise-ceskych-statnich-dluhopisu-zajimava-investice-nebo-jen-levne-financovani-pro-stat/>

KOMERČNÍ POJIŠŤOVNA. Investiční pojištění Vital Invest: Výhody - Komerční pojišťovna. Úvodní strana: Komerční pojišťovna [online]. © 2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: <http://www.kb-pojistovna.cz/cs/pojisteni/zivotni-pojisteni/investicni-pojisteni-vital-invest/vyhody.shtml>

MEDIAFAX Foto. MEDIAFAX. MEDIAFAX Foto: VÝZNAMNÝ DODAVATEL ZPRAVODAJSKÝCH FOTOGRAFIÍ V ČESKÉ REPUBLICE [online]. Praha, 2011 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: <http://www.mediafaxfoto.cz/preview.php?id=480493>

MEDIAFAX Foto. MEDIAFAX. MEDIAFAX Foto: VÝZNAMNÝ DODAVATEL ZPRAVODAJSKÝCH FOTOGRAFIÍ V ČESKÉ REPUBLICE [online]. Praha, 2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: <http://www.mediafaxfoto.cz/preview.php?id=672731>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR – (a). Ministerstvo financí ČR: Rating. Ministerstvo financí ČR [online]. Praha, © 2005-2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_rating_sd.html

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR – (b). MFČR Spořicí státní dluhopisy: Finanční slovník. Ministerstvo financí ČR [online]. Praha, © 2005-2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: <http://www.sporicidluhopisycr.cz/cs/financni-slovník.html>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR – (c). Ministerstvo financí České republiky: ESA 95. Ministerstvo financí ČR [online]. Praha, © 2005-2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ESA_95.html

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR – (d). Ministerstvo financí České republiky: GFSM 2001. Ministerstvo financí ČR [online]. Praha, © 2005-2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/gfsm_2001.html

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR – (e). Ministerstvo financí České republiky: Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku. Ministerstvo financí ČR [online]. Praha, © 2005-2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_so_rizeni_sd.html

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR – (f). Ministerstvo financí České republiky: Zadluženost územních rozpočtů v roce 2010. Ministerstvo financí ČR [online]. Praha, © 2005-2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/zadluzenost_uzem_sprav_celku_64793.html

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR – (g). Ministerstvo financí České republiky: Struktura a vývoj SD. Ministerstvo financí ČR [online]. Praha, © 2005-2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/str_vyvoj_sd.html

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR – (h). Ministerstvo financí České republiky: Náklady státního dluhu. Ministerstvo financí ČR [online]. Praha, © 2005-2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/naklady_sd.html

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR – (i). Ministerstvo financí České republiky: Státní dluhopisy podle typu instrumentu. Ministerstvo financí ČR [online]. Praha, © 2005-2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/podle_instrum.html

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR – (j). Ministerstvo financí České republiky: Státní dluhopisy podle typu držitele. Ministerstvo financí ČR [online]. Praha, © 2005-2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/podle_uzivatele.html

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR – (k). Ministerstvo financí České republiky: Státní dluhopisy podle doby splatnosti. Ministerstvo financí ČR [online]. Praha, © 2005-2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/podle_splatnosti.html

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR – (l). Ministerstvo financí České republiky: Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2011. Minister-

stvo financí ČR [online]. Praha, © 2005-2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Strategie_financovani_SD_rok_2011.pdf

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR – (m). MFČR Spořicí státní dluhopisy: Úrokové sazby. Ministerstvo financí ČR [online]. Praha, © 2005-2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: <http://www.sporicidluhopisycr.cz/cs/urokove-sazby.html#book2>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR – (n). Ministerstvo financí České republiky: Spořicí státní dluhopisy - efektivní zdanění úrokových výnosů je nulové. Ministerstvo financí ČR [online]. Praha, © 2005-2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/tiskove_zpravy_ministerstva_64555.html?year=2011

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR – (o). MFČR Spořicí státní dluhopisy: Kdo může nakupovat. Ministerstvo financí ČR [online]. Praha, © 2005-2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: <http://www.sporicidluhopisycr.cz/cs/kdo-muze-nakupovat.html#book2>

Penzijní připojištění. Informace o penzijním připojištění: Informace o penzijním připojištění, poradenství: Penzijní připojištění [online]. 2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: <http://www.penzijnipripojisteni.cz/penzijni-pripojisteni/informace/>

Povodňový dluhopis České republiky II. Historické cenné papíry a ceninová grafika [online]. 2005 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: <http://www.securityprinting.org/novecp/cp/dluh/stat/0001b.htm>

Spořicí účty 2012: srovnání [online]. 2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: <http://www.uctysporici.cz/>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

BCPP	Burza cenných papírů Praha.
CDCD	Centrální depozitář cenných papírů.
CDS	Swap úvěrového selhání.
ČKA	Česká komora architektů.
ČR	Česká republika.
ČNB	Česká národní banka.
EU	Evropská unie.
FRN	Dluhopis s pohyblivou kuponovou sazbou.
HDP	Hrubý domácí produkt.
MFČR	Ministerstvo financí české republiky.
PR	Public relations (vztahy s veřejností).
SDD	Státní dluhopisy.
SP	Standard & Poor's.
SPP	Státní pokladniční poukázky.
SSD	Spořicí státní dluhopisy.
OTC trh	Označení mimoburzovního trhu.
USA	Spojené státy americké.

V seznamu zkratk nejsou uvedeny zcela běžné užívané a všeobecně známé zkratky.

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1. – Vývoj státního dluhu za vlád jednotlivých stran. (Mediafax, 2011).....	36
Obr. 2. – Vývoj státního dluhu graficky do 31. 3. 2012. (Mediafax, 2012)	36
Obr. 3. - Grafický přehled jednotlivých dluhopisů a jejich výše dle splatnosti. (MFČR, © 2005-2012 – i) – (Vlastní zpracování)	42
Obr. 4. – Grafické zpracování poměru korunových dluhopisů a dluhopisů emitovaných v zahraničních měnách. (MFČR, © 2005-2012 – j) – (Vlastní zpracování)	42
Obr. 5. – Grafické znázornění výše splatností dluhopisů v jednotlivých letech. (MFČR, © 2005-2012 – k) – (Vlastní zpracování)	43
Obr. 6. – Grafické znázornění odpovědí na otázku jaký byl důvod koupě SSD. Nejčastější odpověď – Zajímavý výnos (46%). – (Vlastní zpracování).....	50
Obr. 7. – Grafické znázornění odkud se klienti dověděli o emisi SSD. – (Vlastní zpracování)	51
Obr. 8. – Grafické znázornění četnosti odpovědí na otázku, zda existuje na trhu alternativní produkt se stejným nebo obdobným výnosem. – (Vlastní zpracování)	52
Obr. 9. – Jaký je předpoklad držení státního dluhu občany v budoucnu? – (Vlastní zpracování)	53
Obr. 10. – Četnost odpovědí na dotaz, zda si investoři myslí, že je investice pro stát výhodná či ne. – (Vlastní zpracování)	53

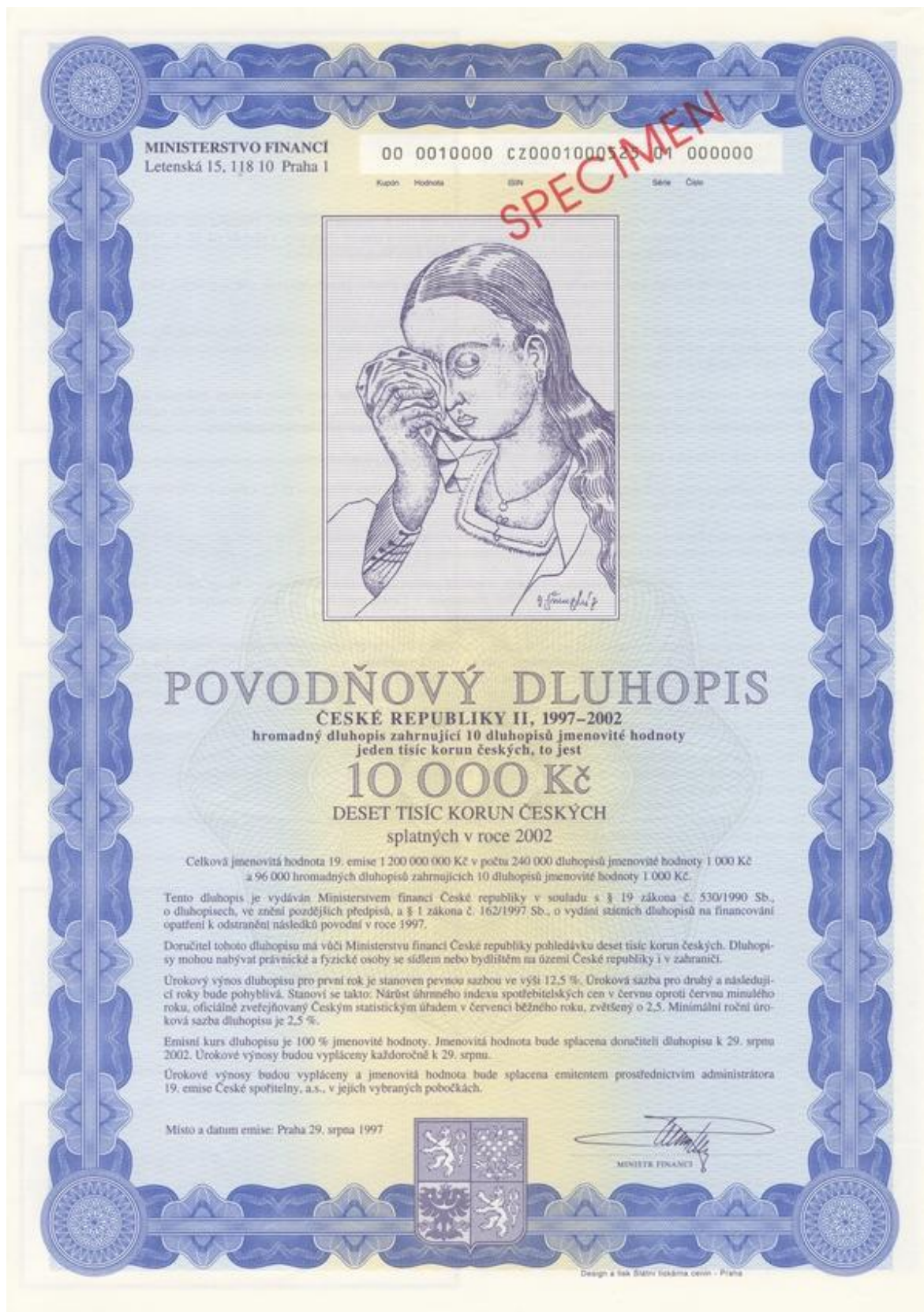
SEZNAM TABULEK

Tab. 1. – Rating pohledávek v domácí měně (MFČR, © 2005-2012 - a).....	21
Tab. 2. - Rating pohledávek v zahraniční měně (MFČR, © 2005-2012 - a)	21
Tab. 3. – Seznam primárních dealerů státních dluhopisů ČR (ČNB, © 2003-2012).....	24
Tab. 4. – Vývoj zadluženosti obcí v letech 2004 – 2010 v mld. (MFČR, © 2005-2012 – f)	33
Tab. 5. – Vývoj zadluženosti obcí mimo města Praha, Brno, Ostrava a Plzeň v mld. (MFČR, © 2005-2012 – f).....	34
Tab. 6. – Vývoj zadluženosti krajů v mld. (MFČR, © 2005-2012 – f)	35
Tab. 7. – Struktura a vývoj státního dluhu v letech 2005 – 2011 v mld. (MFČR, © 2005-2012 – g)	37
Tab. 8. – Vývoj úrokových nákladů státního dluhu. (MFČR, © 2005-2012 – h).....	38
Tab. 9. – Státní dluhopisy dle druhů instrumentů. (MFČR, © 2005-2012 – i).....	41
Tab. 10. - 1letý SSD diskontovaný. (MFČR, © 2005-2012 – m).....	45
Tab. 11. - 5leté SSD. (MFČR, © 2005-2012 – m).....	46
Tab. 12. – Věková struktura dotazovaných. – (Vlastní zpracování).....	54
Tab. 13 - Přehled úrokových sazeb spořicíh účtů a termínovaných vkladů. (Spořicí účty, 2012) - stav k 5. 4. 2012	58
Tab. 14. – Ruční výpočet výnosu stavebního spoření po 6-ti letech s ročním připisováním úrokových výnosů. (Vlastní zpracování).....	60
Tab. 15. - Ruční výpočet výnosu penzijního připojištění po 5-ti letech s ročním připisováním úrokových výnosů. (Vlastní zpracování).....	62
Tab. 16. – Návrh jednoletého dluhopisu diskontovaného a pětiletého reinvestičního dluhopisu – (Vlastní zpracování)	66
Tab. 17. – Návrh pětiletého protiinflačního reinvestičního dluhopisu a sedmiletého kuponového dluhopisu – (Vlastní zpracování).....	67

SEZNAM PŘÍLOH

- PI Specimen povodňového dluhopisu.
- PII Přehled ratingových známek tří nejvýznamnějších ratingových agentur.

PŘÍLOHA P I: SPECIMEN POVODŇOVÉHO DLUHOPISU



Zdroj: (Historické cenné papíry a ceninová grafika, 2005)

PŘÍLOHA P II: PŘEHLED RATINGOVÝCH ZNÁMEK

Moody's		S&P		Fitch		Hodnocení	Stupeň
Dlouhé období	Krátké období	Dlouhé období	Krátké období	Dlouhé období	Krátké období		
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Nejvyšší kvalita	Investiční stupně
Aa1		AA+		AA+			
Aa2		AA		AA			
Aa3		AA-	AA-				
A1		A+	A-1	A+	F1	Střední kvalita - vyšší	
A2		A	A	A			
A3	P-2	A-	A-2	A-	F2	Střední kvalita - nižší	
Baa1		BBB+		BBB+			
Baa2		P-3	BBB	A-3	BBB			F3
Baa3	BBB-		BBB-				
Ba1	Not Prime Subprime	BB+	B	BB+	B	Spekulativní	
Ba2		BB		BB			
Ba3		BB-		BB-			
B1		B+		B+		Vysoce spekulativní	
B2		B		B			
B3		B-		B-			
Caa1		CCC+	C	CCC+	C	Značná rizika	
Caa2		CCC		CCC		Extrémně spekulativní	
Caa3	CCC-	CCC-		S velmi nízkou			
Ca	CC	CC		perspektivou			
C	C	D	C	D	Velmi vysoká		
	CI		D		pravděpodobnost		
	D		úpadku				

Přehled ratingových známek (Bond, 2011, Vlastní zpracování)