

DLUHOPISY NA PRIMÁRNÍM A SEKUNDÁRNÍM TRHU - ZDROJ STÁTNÍHO ROZPOČTU

MICHAL JANOVEC

Abstract in original language

Obchodování se státními dluhopisy probíhá na dvou trzích - primárním a sekundárním, které se od sebe odlišují jak v subjektech, tak v možnostech nákupu/prodeje dluhopisů. Otázkou zůstává, zda se oba trhy spojí v jeden v momentě, kdy jsou státní dluhopisy nabízeny rovnou občanům.

Key words in original language

N/A

Abstract

Dealing with government bonds takes place on two markets - primary and secondary. They are different one from another in both entities and also the possibilities of purchasing / selling of bonds. Question remains whether the two markets merge into one at a time when government bonds are offered directly to citizens

Key words

N/A

OBECNÁ CHARAKTERISTIKA DLUHOPISŮ

Dluhopis je zastupitelný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení dlužné částky a

povinnost emitenta toto právo uspokojit¹. Jedná se o jistou formu vztahu dlužníka a věřitele, kdy věřitel se vzdává svých volných finančních prostředků a odměnou je mu úrok, naproti tomu pro dlužníka znamená úrok náklad na zdroje. Nejobvyklejší formou je dluhopis, který dává majiteli právo na výplatu úrokových plateb v pravidelných intervalech – tzv. kupóny a právo na splacení nominální hodnoty dluhopisu ke dni splatnosti dluhopisu.

Dluhopisy patří k tradičním zdrojům financování firem, institucí, států a dalších subjektů soukromého i veřejného sektoru. Jedná se o nástroj klasický, prověřený, efektivní a hojně užívaný. Základními atributy dluhopisu jsou jednak jeho dluhový charakter a dále pak obchodovatelnost².

¹ Dluhopis je definován Zákonem o dluhopisech č. 190/2004 Sb. a ve smyslu obecné úpravy, tj. Zákona o podnikání na kapitálovém trhu č. 256/2004 Sb.

² ČECH, Pavel, SPURNÝ, Jan. In JEŽEK, Tomáš a kol. Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu. Komise pro cenné papíry. Praha: 2004

Většina dluhopisů je jednoduše převoditelná a z toho důvodu se jedná o převážně vysoce likvidní cenné papíry a jejich držitelé - vlastníci je mohou vcelku bez obtíží směnit na finančním trhu za peněžní prostředky.

Dluhopisy klasifikujeme podle různých kritérií, jako jsou druh emitenta, způsob úročení, měna, nebo doba splatnosti. Pro potřebu této práce jsou však podstatné pouze dvě kritéria a to druh emitenta a doba splatnosti.

Jedním z cílů tohoto příspěvku je také stanovení vhodnosti krytí státního dluhu státními dluhopisy, tedy zda jsou státní dluhopisy dobrým zdrojem veřejných financí oproti ostatním zdrojům, které jsou standardně využívány ke krytí státního dluhu. Dále se nabízí jistá míra srovnání a otázka výhodnosti klasických státních dluhopisů oproti dluhopisům přímo upisovaným občany.

Klasifikace dluhopisů podle doby splatnosti

Krátkodobé dluhopisy – jedná se zejména o pokladniční poukázky, jejichž emitentem je buď vláda – v takovém případě slouží pro vykrývání schodků státní pokladny v běžném roce – nebo centrální banka – a v takovém případě se jedná o monetární nástroj. Je možné se setkat také s tzv. komerčními papíry, jejichž emitenty jsou podniky, ale ve srovnání s pokladničními poukázkami se jedná pouze o menší skupinu. Splatnost těchto dluhopisů je omezena obvykle 1-2 roky. Typickými nabyvateli těchto dluhopisů jsou banky.

Střednědobé dluhopisy – s dobou splatnosti 5-7 let

Dlouhodobé dluhopisy – ty se používají zejména ke krytí investičních nákladů, tedy např. ke krytí schodku státního rozpočtu. Nejdelší státní dluhopisy mívají splatnost 30 let a velmi výjimečně i více. Typickými nabyvateli těchto dluhopisů jsou penzijní fondy či rezervní fondy životního pojištění.

Klasifikace dluhopisů podle emitenta

Představuje jednu z klíčových vlastností, jež určují zájem konkrétních skupin investorů.

Státní dluhopisy

Jsou z obecného pohledu považovány za *nejbezpečnější investiční instrumenty v dané měně*. Státní rozpočet je příjemcem daní a dalších poplatků, jeho schopnost dostát budoucím závazkům je tedy postavena na pravidelném přílivu finančních prostředků. Zejména v případě vyspělých zemí jako jsou USA, státy EU, Japonsko, či

dalších zemí OECD jsou proto tyto dluhopisy považovány za jednu z nejbezpečnějších forem investice vůbec³.

Dalšími druhy dluhopisů jsou:

Dluhopisy emitované zvláštními národními finančními institucemi

Státní agentury (zejména v Evropě) - např. Fond národního majetku nebo Česká konsolidační agentura.

Dluhopisy emitované nadnárodními finančními institucemi

Typickými emitenty jsou subjekty ze skupiny Světové banky, nebo např. Evropská investiční banka.

Podnikové dluhopisy

Bankovní i nebankovní subjekty.

Hypotéční zástavní listy

Hypotéční zástavní listy jsou specifickým druhem dluhopisů, protože kromě nepodmíněného závazku emitenta, zpravidla finanční instituce, **jsou zajištěny i poskytnutými hypotéčními úvěry**, které jsou zase jistiány zástavami nemovitostí. Konkrétní legislativní úprava je v jednotlivých zemích odlišná,⁴

Komunální dluhopisy

Typickými emitenty jsou větší města (V ČR vydaly tyto dluhopisy Praha, Brno Ostrava). Z důvodů značně vysokých fixních nákladů u emise těchto dluhopisů se u menších obcí se takovýto způsob krytí dluhů příliš nevyskytuje.

Hlavním účelem státních dluhopisů je bezpochyby krytí schodku státního rozpočtu, současně obecně platí (v rozvinutých ekonomikách) na finančních trzích za nejbezpečnější investici

³ BEREK, Vladimír. *Analýza obchodování se státními dluhopisy v ČR v období 2000-2004* [online].2005 [cit. 2011-11-01]. 45 s. Bakalářská diplomová práce. Masarykova Univerzita, Ekonomicko - správní fakulta. Vedoucí práce Ing. Boris Šturm, CSc. Dostupné z [www: <http://is.muni.cz/th/73741/esf_b/>](http://is.muni.cz/th/73741/esf_b/).

⁴ V České republice nepodléhá výnos z hypotéčních zástavních listů dani z příjmu. Tyto dluhopisy mají nominálně nejnižší výnos do splatnosti ze všech srovnatelných dluhopisů (méně než státní dluhopisy).

v dané měně, stávají se z nich tzv. benchmarkové emise⁵, tj. že se s nimi poměří podobné druhy investic a do jisté míry určující nejnižší úrokovou sazbu pro financování ostatních emitentů.

Oddíl 1.01 Státní dluhopisy jako zdroj veřejných financí – státního rozpočtu

Státní rozpočet je roční plán hospodaření státu, ve kterém jsou zjednodušeně řečeno zahrnuty plánované příjmy a výdaje státu na následující rok. V případě, že výdaje jsou vyšší než příjmy, dostáváme se k rozpočtovému schodku, tj. záporné finanční bilanci státu je třeba tuto nerovnováhu pokrýt jinými zdroji příjmů. Velmi vhodným zdrojem financí k pokrytí této nerovnováhy je dluh a jednou z nevhodnějších forem dluhu je emise státních cenných papírů, tj. dluhopisů a státních pokladničních poukázek. Je otázkou, spíše ekonomického rázu, zdali je takovýto zdroj státního rozpočtu ten nevhodnější. Alternativní metodou k takovému financování je emise nových peněz – monetizace, která je však provázána inflačními dopady, tedy jistým znehodnocováním měny. Další metodou jsou půjčky od mezinárodních institucí zřízených právě k takovému účelu (např. Evropská investiční banka). Takovouto půjčku však není možné čerpat neomezeně a navíc jsou tyto peníze účelově vázané. Jsou vhodné zejména pro financování konkrétních projektů, nikoliv obecně ke krytí státního dluhu. Pokud nastanou problémy s devizovým kurzem, je možné požádat o půjčku Mezinárodní měnový fond. Tyto půjčky však také nemají trvalý charakter a tudíž je nelze využít pro běžné financování státního dluhu.

Státní pokladniční poukázky, jakožto cenné papíry emitované vládou s nejkratší dobou splatnosti slouží k pokrytí časového nesouladu mezi daňovými příjmy a státními výdaji v rámci jednoho roku. Právě díky krátké době splatnosti nesou nízkou úrokovou míru a pro vládu to může být výhodný způsob jak financovat opakovanými emisemi státních pokladničních poukázek i část dlouhodobého dluhu. V případě přebytků například v době výběru daní vláda někdy státní pokladniční poukázky odkupuje zpět.

Státní dluhopisy, zejména kvůli své delší splatnosti slouží především ke krytí dlouhodobého dluhu. Půjčka pomocí státních dluhopisů představuje náklady na platbu úroků, jejichž velikost je určena na primárním trhu. Úroková míra, kterou státní dluhopisy nesou je ovlivněna tržní bezrizikovou úrokovou mírou, premií za riziko a premií za likviditu.

Náklady státu na financování závisí na fungování trhu s dluhopisy, neboť díky lepšímu trhu jsou dluhopisy atraktivnějším nástrojem, dbá vláda ve své emisní politice podporu efektivity a likvidity domácího trhu, čehož chce dosáhnout co nejmenším počtem emisí větších objemů a zavedením benchmarkových emisí. Snížení rizika svého

⁵ Benchmark je všeobecně dobře známý cenový index nebo cenný papír, který je považován za průměrného a typického reprezentanta trhu.

financování zase chce dosáhnout zvýšením podílu dlouhodobého dluhu a vyhlazováním dob splatností, stabilizování úrokového rizika a diverzifikace portfolia podle držitelů a geografické báze⁶.

Oddíl 1.02

Oddíl 1.03

Oddíl 1.04 *Subjekty trhu státních dluhopisů v České republice*

Mezi subjekty trhu státních dluhopisů řadíme prostřednictvím Ministerstva financí ČR jako emitenta, Českou národní banku jako organizátora aukcí státních dluhopisů, a přímé účastníky aukcí státních dluhopisů - nabyvatelé státních dluhopisů. Dále také *orgány státního dozoru nad kapitálovým trhem a jeho subjekty* (Česká národní banka a Ministerstvo financí ČR), *organizátoři veřejných trhů* (Burza cenných papírů Praha nebo RM-systém), *instituce vypořádávající uzavřené obchody* (UNIVYC, SKD či Středisko cenných papírů), ale především široké *spektrum investorů, přímí účastníci aukcí státních dluhopisů, ale také občané v případě nedávné 1. Emise státních dluhopisů pro občany*. Největšími investory jsou podobně jako ve vyspělých zemích především banky, pojišťovny, penzijní a podílové fondy a to i řad zahraničních investorů.

Trh státních dluhopisů je možné rozdělit na 2 specifické segmenty (trhy) – primární a sekundární trh⁷.

Primární trh státních dluhopisů

Obecně platí, že na primárním trhu dochází k prvotnímu prodeji (emisi) určitého instrumentu, v našem případě dluhopisů.

Emitent tím získává určitý kapitál a zavazuje se splnit stanovené podmínky (vyplácet úroky, při splatnosti dluhopisy „odkoupit zpět“). Na druhé straně stojí, který za poskytnutí svého kapitálu získává určitá práva.

Trh státními dluhopisy je upraven zákonem č. 190/2004 Sb. o dluhopisech (dále jen Zdl) a směrodatně také úředními sděleními ČNB⁸

⁶ LANGER, Miroslav. *Státní dluhopisy a jejich využití v ČR* [online]. 2009 [cit. 2011-11-2]. s 37. Magisterská diplomová práce. Masarykova Univerzita, Ekonomicko-správní fakulta. Vedoucí práce Ing. Boris Šturd, CSc. Dostupné z [www: is.muni.cz/th/136920/esf_m/Diplomova_prace.pdf](http://www.is.muni.cz/th/136920/esf_m/Diplomova_prace.pdf).

⁷ V případě státních dluhopisů pro občany dochází de facto ke splynutí primárního a sekundárního trhu.

⁸ Pravidla pro primární prodej státních pokladničních poukázek organizovaný Českou národní bankou publikováno ve Věstníku ČNB, částka 8/2004 ze dne 30. dubna 2004 (dále také jako “ČNB 2004”) a Pravidla pro primární prodej

Primární trh je organizován Českou národní bankou a probíhá rozdílně v případě krátkodobých státních dluhopisů - státní pokladniční poukázky od střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů.

Na straně nabídky dluhopisů vystupuje na primárním trhu jako jediný stát, jakožto emitent. Na straně poptávky vystupují přímí účastníci trhu. Ti však často nejsou konečnými zájemci o držbu dluhopisů. Jejich poptávka reflektuje vývoj na sekundárním trhu, kde nakoupené dluhopisy dále prodávají⁹.

Primární trh státních pokladničních poukázek

Jak bylo uvedeno výše, státní dluhopisy se splatností kratší než jeden rok se označují jako státní pokladniční poukázky. Primární trh státních pokladničních poukázek je organizován podle Pravidel pro primární prodej státních pokladničních poukázek, které stanovuje Česká národní banka a podmínky jeho fungování upravuje ČNB 2004. Státní pokladniční poukázky jsou vydávány zaknihováním a dále evidovány v Systému krátkodobých dluhopisů – je to systémem, který zajišťuje samostatnou evidenci (registr) cenných papírů a vypořádací systém obchodů s cennými papíry vedenými v této evidenci. SKD vede evidenci a provádí vypořádání transakcí s cennými papíry vydávanými Českou republikou (Ministerstvem financí ČR) a splatnými do jednoho roku, krátkodobými cennými papíry vydávanými ČNB se splatností do šesti měsíců a dalšími dluhopisy s dobou splatnosti do jednoho roku. Všechny cenné papíry jsou vydávány v české měně a v zaknihované podobě.¹⁰

Státní pokladniční poukázky jsou vydávány na základě emisních podmínek, které jsou vyhlášovány ve sbírce zákonů.

Vlastní primární prodej probíhá prostřednictvím aukce,¹¹ nabyvatelem státních pokladničních poukázek se může stát pouze tzv. přímý účastník, kterým může být banka, pobočka zahraniční banky nebo

střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů organizovaný Českou národní bankou publikováno ve Věstníku ČNB částka 6/2009 ze dne 29. dubna 2009 (dále také jako "ČNB 2009").

⁹ LANGER, Miroslav. *Státní dluhopisy a jejich využití v ČR* [online]. 2009 [cit. 2011-11-2]. 80s. Magisterská diplomová práce. Masarykova Univerzita, Ekonomicko-správní fakulta. Vedoucí práce Ing. Boris Šturm, CSc. Dostupné z [www: is.muni.cz/th/136920/esf_m/Diplomova_prace.pdf](http://www.is.muni.cz/th/136920/esf_m/Diplomova_prace.pdf).

¹⁰Systém krátkodobých dluhopisů. Česká národní banka [online]. [cit. 2011-11-1] Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/skd/index.html. Systém krátkodobých dluhopisů („SKD“) je obdobou Centrálního depozitáře (dříve Střediska cenných papírů) pro střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy.

¹¹ Pravidla umožňují i přímý prodej vybraným přímým účastníkům. V praxi se však tento postup není používán.

právnícká osoba, které mají ve smyslu zákona o podnikání na kapitálovém trhu povolení poskytovat investiční služby v České republice nebo v jiném členském státě EU. Musí mít zajištěn přístup do systému SKD a zúčtovacího centra (clearingu) ČNB. Jednou z dalších podmínek, které musí přímý účastník splňovat, je i aktivní působení na sekundárním trhu, což znamená schopnost dluhopisy dále prodávat. Ostatní zájemci, kteří se nemohou účastnit přímo primárního trhu se mohou účastnit nepřímo prostřednictvím přímých účastníků.

Ministerstvo financí ČR oznamuje zpravidla na každé čtvrtletí tzv. *emisní kalendář pokladničních poukázek*, ve kterém se stanovuje objem emisí a doba do splatnosti, přičemž se obvykle používá splatnost vyjádřená prostřednictvím dnů.

Přímí účastníci aukce v aukční den podávají k ČNB objednávky, celkový objem objednávek jednoho účastníka je omezen na 50% emitovaného objemu. Objem emise je před aukcí stanoven předem a jednotliví účastníci posílají své objednávky. Aukce je rozdělena na konkurenční část, kde se prodává min. 70 % emise a nekonkurenční, v níž jsou uspokojeny objednávky za průměrnou cenu vypočítanou z konkurenční části. Nekonkurenční objednávky jsou uspokojeny přednostně, pokud ovšem přesáhnou limit (30 % emise), jsou úměrně kráceny. V konkurenční části může být stanovená minimální cena (resp. maximální výnos) za kterou mohou být objednávky uspokojeny.

V praxi se však pro primární prodej pokladničních poukázek používá systém holandské aukce, který předpokládá pouze konkurenční typ objednávky.

Systém holandské aukce spočívá v tom, že účastníci aukce podávají své cenové nabídky a po skončení časového limitu manažer aukce seřadí podané nabídky od nejvyšší ceny k nejnižší. Předmět aukce (v našem případě dluhopisy) je poté prodán těm zájemcům, kteří nabídli nejvyšší ceny, a to právě za tuto nabídnutou cenu¹². V našem případě seřadí ČNB ihned po ukončení fáze objednávání všechny došlé objednávky podle požadovaného výnosu vzestupně a v tomto pořadí uspokojí objednávky do výše celkového objemu aukce. Přímí účastníci budou tedy uspokojeni objemem dluhopisů za výnos do splatnosti, který byl požadován u poslední uspokojené objednávky. Pokud tedy objednávky v aukci v celkovém objemu 3 mld. Kč byly např. takovéto: První objednávka byla v objemu 1 mld. s požadovaným výnosem 2,2%, druhá objednávka byla v objemu 1 mld. s požadovaným výnosem 2,25%, a třetí objednávka byla v objemu 3 mld. s požadovaným výnosem 2,30%; dostane první přímý účastník 1 mld. dluhopisů, druhý účastník 1 mld. a třetí taktéž 1 mld. (více již v objemu aukce není, proto je uspokojen pouze „zbytkově“) dluhopisů, všichni se stejným výnosem 2,3%.

¹² Slovník ekonomických pojmů. Nextfinance [online]. [cit. 2011-11-1].

Závěrečnou fází aukce je veřejné oznámení výsledků. Opravným prostředkem je v tomto případě reklamace.

Primární trh státních střednědobých a dlouhodobých dluhopisů

Konkrétní pravidla a rozdílnosti pro primární trh střednědobých a dlouhodobých dluhopisů jsou stanoveny v *Pravidlech pro primární prodej střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů (dále také jako "ČNB 2009")*¹³, které ČNB připravuje po projednání s MF ČR, přičemž jsou také vytvářeny a uveřejňovány emisní podmínky ve sbírce zákonů.

Nabyvateli státních střednědobých a dlouhodobých dluhopisů jsou opět *tzv. přímí účastníci*,¹⁴ kteří splní předem stanovené podmínky. Je to samozřejmě licence k poskytování investičních služeb v ČR nebo v jiné členské zemi EU a dále také je třeba splňovat další náležitosti technického a tržního rázu.

Jak už bylo naznačeno, narozdíl od pokladničních poukázek jsou evidence státních dluhopisů zaznamenány v Centrálním depozitáři a systém aukcí proto vyžaduje, aby byl přímý účastník propojen sám resp. prostřednictvím zástupce se systémem UNIVYC, který je dceřinou společností Burzy cenných papírů Praha a zajišťuje převody cenných papírů pro nečleny burzy. Peněžní vypořádání probíhá opět prostřednictvím zúčtovacího centra ČNB. Tržními kritérii jsou pak podíl na primárním i sekundárním trhu. Podíl na primárním trhu je definován jak 3% podíl přímého účastníka na uspokojených objednávkách kumulativně ve všech aukcích v daném kalendářním roce. Podíl na sekundárním trhu je alespoň 1% podíl na všech obchodech se státními dluhopisy uzavřených na sekundárním trhu¹⁵.

MF ČR *zveřejňuje tzv. čtvrtletní emisní kalendář*, ve kterém specifikuje objem a dobu do splatnosti dluhopisů, které zamýšlí v daném čtvrtletí emitovat.

Předtím, než stát vydá novou emisi, se může rozhodnout, zda nenavýší již stávající emisi. Obecně se nové emise vydávají zpravidla v 18-24 měsíčním cyklu a v mezidobí jsou navyšovány stávající emise. Tento postup slouží k vytvoření velkých emisí, které jsou velmi likvidní, neboť jsou v držení výrazně vyššího objemu osob, než jak je tomu u malých emisí.

¹³ Publikováno ve Věstníku ČNB, částka 6/2009 ze dne 29. dubna 2009.

¹⁴ Nemusí se však jednat o stejný okruh osob jako v případě pokladničních poukázek.

¹⁵ BEREČ, Vladimír. *Analýza obchodování se státními dluhopisy v ČR v období 2000-2004* [online]. 2005 [cit. 2011-11-01]. 45 s. Bakalářská diplomová práce. Masarykova Univerzita, Ekonomicko - správní fakulta. Vedoucí práce Ing. Boris Šturm, CSc. Dostupné z [www: <http://is.muni.cz/th/73741/esf_b/>](http://is.muni.cz/th/73741/esf_b/)

Na rozdíl od státních pokladničních poukázek, které se draží podle holandské aukce standardním postupem při organizování aukcí státních střednědobých a dlouhodobých dluhopisů je tzv. americká aukce - je to taková forma aukce, kdy účastníci aukce podávají své cenové nabídky a po skončení časového limitu manažer aukce stanoví na základě vyhodnocení podaných nabídek jedinou cenu, za kterou je předmět aukce zájemcům prodán. Výnos z této formy aukce je obvykle vyšší než-li z aukce Holandské.¹⁶

Její princip spočívá v tom, že každý uspokojený přímý účastník získá dluhopisy s výnosem do splatnosti, který v objednávce skutečně uvedl.

V den aukce přímí účastníci nejdříve do 12 hodin podávají prostřednictvím aukčního systému konkurenční objednávky s vyznačeným požadovaným objemem a výnosem do splatnosti, každý přímý účastník může podat celkově 30 objednávek v kumulativním objemu do výše 50% aukčního objemu. 30% aukčního objemu je ponecháno pro tzv. nekonkurenční objednávky, tedy objednávky, které nemají označen požadovaný výnos do splatnosti - jsou uspokojovány za průměrný výnos, 70% objednávek s nejnižším požadovaným výnosem je uspokojeno a objemově vážený průměrný výnos určí tzv. průměrný výnos, za který jsou uspokojovány nekonkurenční objednávky. Objednávky nekonkurenční mohou přímí účastníci podávat po uzavření konkurenční fáze, zpravidla od 12.15 do 14.45 hodin, a to podle podílu uspokojených objednávek v posledních 4 konkurenčních aukcích.

Následující tabulka znázorňuje příklad oznámení o výsledcích aukce:

Sekundární trh státních dluhopisů

Obecně platí, že na sekundárním trhu dochází k redistribuci dříve emitovaných dluhopisů mezi nové vlastníky („někdy je nazýván trhem starých cenných papírů“)

Sekundární trhy cenných papírů je možné dělit na:

- Veřejné trhy
- Neveřejné trhy (smluvní)

Veřejné trhy – mohou zde obchodovat všichni potenciální zájemci a dluhopisy jsou prodávány za nejvyšší nabídnutou cenu.

¹⁶ Slovník ekonomických pojmů. Nextfinance [online]. [cit. 2011-11-1].

Neveřejné - smluvní trhy - zde se realizují obchody mezi předem omezeným počtem účastníků. K obchodu dochází na základě individuálních kontraktů ve smluvně dohodnutém objemu a ceně.

Sekundární trh státních dluhopisů se odehrává jak u pokladničních poukázek tak i dluhopisů na burze cenných papírů, nebo formou Over - the - counter (OTC). To znamená, že zpravidla zde není žádný třetí subjekt, který by řídil/organizoval nabídku a poptávku kupujících i prodávajících. Systém obchodování pracuje na principu mezibankovního trhu a tzv. *tvůrců trhu* (market-makerů), kterým jsou obchodníci s cennými papíry (pouze ti mají právo poskytovat investiční služby na sekundárním trhu podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu), který na požádání *uživatelů trhu* (market-users) nabízí kotaci, což je nabídka nákupu a prodeje za standardních podmínek.

Na hlavní burzovní trh Burzy cenných papírů Praha mají přístup jen členové burzy a nejsou zde zařazeny všechny emise, ale pouze tzv. benchmarkové emise, které jsou na burzu zařazeny povinně ministerstvem financí. Benchmarkové dluhopisy jsou nejlikvidnější skupinou státních dluhopisů a přímí účastníci mají povinnost kotovat ceny, tj. poskytovat ostatním tvůrcům trhu na požádání nabídku na nákup a prodej za předem daných standardních podmínek

Dluhopisy se obchodují buď v automatickém režimu, nebo jako blokové obchody. Automatický režim je fakticky vypořádáním aukčním způsobem nebo je založeno na vkládání a následném automatickém párování jednotlivých objednávek. Naopak blokové obchody jsou jistou formou dvoustranné směny, kde výsledná cena i množství závisí pouze na dohodě stran a jejich výhodou je, že se jich mohou zúčastnit i nečlenové burzy.

Státní dluhopisy jsou také obchodovány na mimoburzovním trhu. Trh je tvořen zejména bankami, pojišťovnami, investičními i penzijními fondy a dalšími investory, majícími zájem o koupi dluhopisů. Obchody zde probíhají dvoustranně. Obchody zde proběhlé je možné zjistit pouze prostřednictvím univerzálního vypořádacího (clearingového) centra UNIVYC.

Způsob vypořádání (T+3 od uzavření obchodu na Burze cenných papírů Praha resp. prostřednictvím systému UNIVYC) vytváří dojem, že na pražské burze dochází k uzavírání velkého objemu obchodů se státními dluhopisy. Realita je ovšem taková, že tyto obchody jsou uzavírány mimo burzu na mezibankovním trhu a BCPP pouze zajišťuje paralelní převod cenných papírů a peněžních prostředků, ovšem v žádném případě neorganizuje trh. Obchodů s dluhopisy skutečně uzavřenými na BCPP je ve skutečnosti zanedbatelné množství.

Sekundární trh státních pokladničních poukázek

Vzhledem k tomu, že pokladniční poukázky jsou krátkodobé dluhopisy, které investoři zpravidla kupují za účelem držení do splatnosti, má tvůrce trhu právo nabízet pouze nákupní cenu, pokud požadovaný objem pokladničních poukázek není v jeho vlastnictví.

ZÁVĚR

Dle jistého historického vývoje vyjádřeného v tabulce č.1 níže je jasné, že státní dluhopisy kryjí velkou většinu státního dluhu; ostatní zdroje, jako jsou půjčky od Evropské investiční banky jsou daleko méně významné. Z toho lze jednoznačně usuzovat, že státní dluhopisy ať už krátkodobé v podobě státních pokladničních poukázek, nebo střednědobé a dlouhodobé dluhopisy jsou velmi významným zdrojem krytí státního dluhu. Jak již bylo nastíněno výše, existují samozřejmě jiné formy krytí státního dluhu, ale u nás nejsou až tak významně využívány a troufám si také tvrdit, že jsou i méně vhodné zejména proto, že dluhopisy nehýbou s mírou inflace tak jako monetizace a na rozdíl od půjček z mezinárodních institucí nejsou účelově vázány.

Otázkou zůstává vhodnost dluhopisů přímo emitovaných pro občany. V tomto případě splývá primární a sekundární trh s dluhopisy v jeden a je tím do jisté míry omezen vliv a zisk velkých finančních institucí, které při klasických úpisech slouží jako prostředníci. Tím tedy dochází k tomu, že místo toho, aby velká část výnosů z dluhopisů připadla těmto finančním institucím, zůstává v rukou primárních a vlastně i koncových investorů. Osobně se domnívám, že se jedná o velmi vhodnou formu krytí státního dluhu společně s jistou mírou spořicí aktivity občanů.

Jedním z problémů, resp. určitou pozoruhodností v rámci české emise státních dluhopisů pro občany v roce 2011, kdy bylo upsáno dluhopisů za více než 20 mld. Kč je obejití placení daně z výnosu ze státních obligací tím, že je nominální hodnota jedné obligace 1 Kč a daň z výnosu se zaokrouhluje dolů, tedy v tomto případě na nulu. Samo o sobě není problémem samotné osvobození od daně, avšak k tomu by mělo dojít výjimkou ze zákona a nikoliv takovouto účelovou „kličkou“.

Druhým problémem je, že se při emisi nezabránilo i velkým nákupům dluhopisů (i v řádech stovek milionů Kč) tak, aby opravdu investoři byli zejména ti drobní, tedy občané bez jakéhokoliv sekundárního podnikatelského záměru s těmito dluhopisy.

Tyto dva problémy vrhají určitý stín pochybností na takovouto emisi pro občany, avšak pokud dojde k jejich odstranění, nebo alespoň jistému omezení pro příští emisi státních dluhopisů pro občany, jedná se zcela jistě o lepší zdroj státního rozpočtu ke krytí státního dluhu, nežli klasické úpisy prostřednictvím finančních institucí.

Tabulka č.1: Struktura a vývoj státního dluhu

Mld. Kč						
			2005	2006	2007	
	2008	2009	2010			
STÁTNÍ DLUH CELKEM				691,2	802,5	892,3
	999,8	1 178,2	1 344,1			
Domácí dluh				581,8	680,9	769,3
	814,3	926,7	1 036,3			
Státní pokladniční poukázky				94,2	89,6	82,2
	78,7	88,2	113,3			
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy				487,5	588,9	687,1
	735,6	838,5	923,0			
Ostatní zdroje				0,0	2,4	0,0
	0,0	0,0	0,0			
Zahraniční dluh				109,4	121,6	123,0
	185,5	251,5	307,8			
Zahraniční emise dluhopisů				78,9	84,1	83,7
	137,9	193,0	240,3			
Půjčky na podporu platební bilance				0,0	0,0	0,0
	0,0	0,0	0,0			
Půjčky od EIB					29,7	36,7
	38,7	46,8	57,9	67,2		

Závazky převzaté od ČSOB v konvertibilních měnách (CDZ)	0,0	0,0	0,0
	0,0	0,0	0,0
Závazky převzaté od ČSOB v nekonvertibilních měnách		0,0	0,0
	0,0	0,0	0,0
Směnky		0,8	0,8
	0,8	0,6	0,3

Zdroj: MFČR

Literature:

- JÍLEK J., Moderní finanční produkty – repo obchody, 1. vyd., Praha: GRADA Publishing, 1999. 599 s.
- JÍLEK, J.: Peníze a měnová politika, 1.vyd., Praha: Grada Publishing a.s., 2004. 744 s.
- Musílek P.: Trhy cenných papírů, Ekopress, Praha, 2002.
- Tuček M.: Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu, Komise pro cenné papíry, 2004.
-
- **BEREC, Vladimír. Analýza obchodování se státními dluhopisy v ČR v období 2000-2004.2005. 45 s. Bakalářská diplomová práce. Masarykova Univerzita, Ekonomicko - správní fakulta. Vedoucí práce Ing. Boris Šturc, CSc**
- **LANGER, Miroslav. Státní dluhopisy a jejich využití v ČR. 2009. 80s. Magisterská diplomová práce. Masarykova Univerzita, Ekonomicko-správní fakulta. Vedoucí práce Ing. Boris Šturc, CSc.**
- **Zákony:**
-
- **Zákon 190/2004 Sb. O dluhopisech**
- **Zákon č. 591/1992 Sb., O cenných papírech**
- **Zákon č. 256/2004 Sb. O podnikání na kapitálovém trhu**
-
- **Pravidla pro primární prodej střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů organizovaný Českou národní bankou**
- **<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v_2009_06_20709610.pdf>**
-
- **Pravidla pro primární prodej státních pokladničních poukázek organizovaný ČNB**

- <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financi_trhy/trh_statnich_dluhopisu/spp/download/V_2004_08_20604610_US_Pravidla_SPP.pdf>

Contact – email

author@domain.com