

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE



PODNIKOVÁ EKONOMIKA

Vysoká škola ekonomie a managementu

info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

NÁZEV BAKALÁŘSKÉ PRÁCE/TITLE OF THESIS

Dluhopisy se záporným úročením

TERMÍN UKONČENÍ STUDIA A OBHAJOBA (MĚSÍC/ROK)

Červen / 2016

JMÉNO A PŘÍJMENÍ / STUDIJNÍ SKUPINA

Pavel Kovář / PPE13

JMÉNO VEDOUcíHO BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Mgr. Ing. Jiří Tobíšek

PROHLÁŠENÍ STUDENTA

Odevzdáním této práce prohlašuji, že jsem zadanou bakalářskou práci na uvedené téma vypracoval/a samostatně a že jsem ke zpracování této bakalářské práce použil/a pouze literární prameny v práci uvedené.

Jsem si vědom/a skutečnosti, že tato práce bude v souladu s § 47b zák. o vysokých školách zveřejněna, a souhlasím s tím, aby k takovému zveřejnění bez ohledu na výsledek obhajoby práce došlo.

Prohlašuji, že informace, které jsem v práci užil/a, pocházejí z legálních zdrojů, tj. že zejména nejde o předmět státního, služebního či obchodního tajemství či o jiné důvěrné informace, k jejichž použití v práci, popř. k jejichž následné publikaci v souvislosti s předpokládanou veřejnou prezentací práce, nemám potřebné oprávnění.

Datum a místo: 30. 04. 2016, v Praze

PODĚKOVÁNÍ

Rád bych tímto poděkoval vedoucímu bakalářské práce Mgr. Ing. Jiří Tobíšek, za metodické vedení a odborné konzultace, které mi poskytl při zpracování mé bakalářské práce a zároveň za ochotný a lidský přístup.

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

SOUHRN

1. Cíl práce:

Hlavním cílem této práce byla formulace doporučení investorovi zajímajícímu se o nákup dluhopisů se záporným úrokem

Dílními cíli této práce potě byly:

- bližší popsání 96. emise českých státních dluhopisů;
- popsání podmínek, které umožnily emisi státních dluhopisů se záporným úrokem;
- identifikace možných výhod a nevýhod spojených s koupí dluhopisů se záporným úročením;
- navržení modelových situací vývoje, který ovlivňuje investorovu investici.

2. Výzkumné metody:

Podklady pro teoretickou část práce byly získány zejména literární rešerší sekundárních zdrojů.

Primárními zdroji použitými v praktické části byla zejména data, která byla získána z Českého statistického úřadu, Eurostatu, České národní banky, Evropské centrální banky a Ministerstva financí České republiky.

Většina použitých dat byla zpracována v programu Microsoft Office 2016 a interpretována pomocí tabulek a grafů. Ratingová hodnocení byla převzata z webových stránek subjektů, která tyto hodnocení vydávají.

Použité sekundární zdroje praktické části byly internetové články, které odpovídaly dané problematice.

3. Výsledky výzkumu/práce:

V zásadě lze mluvit o několika evidentních důvodech, které umožnily emisi dluhopisů se záporným úročením.

Jedním z těchto důvodů je program kvantitativního uvolňování, který realizuje Evropská centrální banka. Dalším podstatným faktorem je záporné úročení vkladů, které kromě Evropské centrální banky uplatňuje Švýcarská, Dánská, Švédská a Japonská centrální banka. Inflační vývoj a inflační očekávání, které se dlouhodobě pohybuje kolem nuly jak v eurozóně, tak v České republice, tlačí úročení směrem k nule či pod nulu a je tak dalším důležitým faktorem, který ovlivňuje možnost emisí zmíněných dluhopisů. Důležitými faktory, které hrály roli v zájmu investorů o české státní dvouleté dluhopisy, byly vysoké ratingové hodnocení České republiky a spekulace na korunu, která je podhodnocována intervencemi České národní banky.

4. Závěry a doporučení:

Investor, který má zájem nakoupit české státní dluhopisy se záporným úrokem nebo dluhopisy podobných podmínek, by měl sledovat několik faktorů. V případě investice do českých státních dluhopisů je potřebné, aby sledoval vývoj české koruny. Právě její vývoj může v kladném scénáři investorovi přinést největší zisk, je-li jeho kapitál operován v eurech. Dále je u českých i jiných státních dluhopisů nutné sledovat inflační vývoj. Jako vodítko tohoto vývoje mu mohou posloužit vývoje cen komodit, zejména ropy a zemního plynu. Pro investora je také důležité sledovat vývoj na dluhopisových trzích, aby se nestalo, že dluhopisy, které momentálně drží, mají vyšší záporný úrok než nově emitované. V neposlední řadě také musí sledovat vývoj úročení vkladů u centrálních bank. Pokud takováto banka přejde ze záporného zpět do kladného úročení, musí investor zvážit, jestli by se mu nevyplatilo držené dluhopisy prodat a svůj kapitál opět uložit na účet.

KLÍČOVÁ SLOVA

Dluhové cenné papíry

Trh cenných papírů

Záporné úročení

České státní dvouleté dluhopisy 96- emise

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

SUMMARY

1. Main objective:

The main objective of the paper was formulation of recommendation to an investor, who is interested in the purchase of bonds with negative interest rate.

Other objectives were

- closer description of 96th emission Czech government bonds;
- describing conditions that allowed the emission of government bonds with negative interest rate;
- identification of possible pros and cons connected with the purchase of government bonds with negative interest rate;
- construction of models of the development of conditions that influence investment

2. Research methods:

The source materials for the theoretical part of the paper were mainly acquired from secondary sources. Primary sources used in the practical part of the paper were mainly data from the Czech statistical office, Eurostat, Czech national bank, European central bank and Ministry of finances of the Czech Republic. Most of used data were processed in Microsoft Office 2016 and interpreted using tables and graphs. Ratings were acquired from web pages of the subject, who publish these ratings. Used secondary sources of the practical part were mostly internet articles, that correlate with the subject.

3. Result of research:

It is possible to speak of several obvious reasons, that allowed the emission of bonds with negative interest rate. One of these reasons is the programme of quantitative easing, which is conducted by European central bank. Another important factor is negative interest of deposits, which, aside from European central bank, is also conducted by the Swiss, Danish, Swedish and Japanese central banks. Inflation development and inflation expectation, which is in long-term movement towards zero in eurozone and the Czech Republic, pushes interest rate towards zero and below zero and is another important factor, which influences the possibility of emission of aforementioned bonds. The important factors that played a role in interest of the investors in the subject of Czech government 2-year bonds, were high ratings of the Czech Republic and currency speculation which is undervalued by interventions from the Czech national bank.

4. Conclusions and recommendation:

Investor, who is interested in purchase of Czech government bonds with negative interest rate or bonds of similar condition, should follow several factors. In case of investing into Czech government bonds it is necessary to watch development of the Czech crown (currency). It is the development, which, in positive cases, can bring the most profit, if the assets are in euros. The inflation development needs to be monitored in the case of Czech or other government bonds. A useful tool for monitoring the inflation development can be watching price development of oil and natural gas. It is also important for the investor to watch development on bond market so that there is no risk of holding bonds with higher negative interest rate than newly emitted ones. Last but not least it is also necessary to watch the development of the interest rates of deposits of central banks. Should the bank back from negative back to positive interest rate, the investor should consider, whether it would be more profitable to sell bonds and deposit their capital back to their bank account.

KEYWORDS

Bonds
Securities market
Negative interest rates
Czech government 2-year bonds of the 96. emission

JEL CLASSIFICATION

G12 Bond interest rates, G17 Financial Forecasting and Simulation, E58 Central Banks and Their Policies

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Jméno a příjmení:	Pavel Kovář
Studijní program:	Ekonomika a management (Bc.)
Studijní obor:	Podniková ekonomika
Studijní skupina:	PPE 13
Název BP:	Dluhopisy se záporným úročením
Zásady pro vypracování (stručná osnova práce):	<ol style="list-style-type: none">1. Úvod2. Teoretická část:<ol style="list-style-type: none">2.1. Dluhopisy2.2. Kapitálový trh2.3. Měna / kurz3. Praktická část:<ol style="list-style-type: none">3.1. Emise dluhopisů se záporným úrokem3.2. Důvody a klady pořízení dluhopisů se záporným úrokem3.3. Rizika a negativa pořízení dluhopisů se záporným úrokem3.4. Návrh modelových situací vývoje budoucnosti v návaznosti na tyto dluhopisy4. Závěr
Seznam literatury: (alespoň 4 zdroje)	<ul style="list-style-type: none">• JUREČKA, V. <i>Makroekonomie. 2.</i>, aktualiz. vyd. Praha : Grada, 2013, 342 s. ISBN 978-80-247-4386-8.• MOBIUS, M. <i>Bonds: an introduction to the core concepts.</i> Hoboken, NJ : Wiley, 2012, vii, 173 p. ISBN 0470821477.• REJNUŠ, O. <i>Finanční trhy. 4.</i>, aktualiz. a rozš. vyd. Praha : Grada, 2014, 760 s. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.• <i>Economic theory of fiscal policy.</i> Reprint [2. udg.]. S.l.: Routledge, 2008. ISBN 9780415489041.
Harmonogram	<ul style="list-style-type: none">• Zpracování cílů a metodiky do 05. 02. 2016• Zpracování teoretické části do 30. 02. 2016• Zpracování výsledků do 30. 03. 2016• Finální verze do 20. 04. 2016
Vedoucí práce:	Mgr. Ing. Jiří Tobíšek

Prof. Ing. Milan Žák, CSc.
rektor

V Praze dne 30. 1. 2016

Prof. Ing.
Milan
Žák CSc.

Digitálně podepsal Prof. Ing. Milan Žák CSc.
DN: c=CZ, cn=Prof. Ing. Milan Žák CSc., o=Vysoká škola ekonomie a managementu, o.p.s., title=Rektor, serialNumber=ICA-10340169, serialNumber=IDCCZ113308764
Datum: 2016.01.30 13:30:20 +01'00'

Obsah

1	Úvod.....	1
1.1	Cíl práce.....	1
1.2	Metodika práce	2
2	Teoretická část práce	3
1.3	Dluhopisy.....	3
1.4	Kapitálový trh.....	7
1.4.1	Vymezení kapitálového trhu	7
1.4.2	Trh primární	9
1.4.3	Trh sekundární.....	9
1.4.4	Účastníci trhu s cennými papíry	11
1.5	Měna / Kurz.....	11
1.5.1	Historický vývoj peněz.....	12
1.5.2	Inflace.....	12
1.5.3	Úroková míra.....	14
1.5.4	Měnové kurzy.....	15
3	Praktická část práce	17
1.6	Emise dluhopisů se záporným úrokem.....	17
1.6.1	Primární trh dluhopisů emitovaných Českou republikou.....	19
1.6.2	Záporné úroky státních dluhopisů ve světě	20
1.6.3	Faktory ovlivňující emisi českých dluhopisů se záporným úrokem	23
1.6.4	Jednotlivé faktory ovlivňující české státní dluhopisy	24
1.7	Důvody a klady pořízení dluhopisů se záporným úrokem	28
1.7.1	Deflace v kontextu investice	29
1.7.2	Záporné úročení investorových vkladů	30
1.7.3	Vývoj kurzu české koruny jako investorova příležitost	31
1.8	Rizika a negativa pořízení dluhopisů se záporným úrokem	32
1.8.1	Inflace v kontextu investice.....	32
1.8.2	Ohrožení ve vývoji dluhopisů se záporným úrokem.....	33
1.9	Návrh modelových situací vývoje budoucnosti v návaznosti na tyto dluhopisy.....	34
1.9.1	Modelová varianta 1	35
1.9.2	Modelová varianta 2.....	35
1.9.3	Modelová varianta 3.....	36
4	Závěr.....	37

Seznam zkratk

ECB	Evropská centrální banka
ČNB	Česká národní banka
HDP	Hrubý domácí produkt

Seznam obrázků

Obrázek 1 Schéma finančního trhu	7
Obrázek 2 Schéma trhu cenných papírů.....	8

Seznam tabulek

Tabulka 1 Podíl dluhopisů ve fondech AXA penzijní společnosti	4
Tabulka 2 Podíl dluhopisů ve fondech Allianz penzijní společnosti	5
Tabulka 3 Podíl dluhopisů ve fondech Penzijní společnosti České spořitelny	5
Tabulka 4 Ratingové hodnocení státu v blízkosti České republiky	25

Seznam grafů

Graf 1 Celkový státní dluh mezi lety 1993 až 2015	17
Graf 2 Vývoj 2letých Švédských dluhopisů.....	20
Graf 3 Vývoj 2letých belgických dluhopisů	21
Graf 4 Vývoj 2letých francouzských dluhopisů.....	21
Graf 5 Prémie u swapového selhání (10 let)	26
Graf 6 Vývoj státního dluhu České republiky v % jejího HDP	26
Graf 7 Vývoj státních dluhů v procentech HDP pro uvedené státy	27
Graf 8 Prognóza inflace na horizontu měnové politiky	29
Graf 9 Inflace v eurozóně a její hlavní komponenty	30
Graf 10 Vývoj kurzu eura ke koruně.....	31
Graf 11 Vývoj cen ropy, zemního plynu a vývoj inflace	33
Graf 12 Vývoj AAA dluhopisů v oblasti eurozóny.....	33

1 Úvod

V druhé polovině roku 2015 se v médiích objevila zpráva, která čtenáře a diváky informovala o netradiční situaci. Poprvé v historii České republiky investoři do českých státních dluhopisů platili za to, že mohli České republice půjčit. To umožnilo státu získat de facto finance zdarma a ty následně investovat dle svého uvážení. Na první pohled se mohlo zdát, že investoři udělali chybu. To by však u investorů manipulujících se stovkami milionů korun nikdo nečekal. Další otázka se může stočit k debatě o deformaci ekonomiky a zásahu velkých subjektů do ní. Jistě nedávná globální finanční krize a zpomalení evropské ekonomiky měly svůj podstatný vliv na tuto situaci. Nutně ovšem vyvstávají další otázky: Co investoři skutečně sledují? Jaký prospěch či zisk očekávají z dluhopisů, které jsou úročeny záporným úrokem? Jaký vliv bude mít tento fakt do budoucna? Jedná se o český fenomén nebo fenomén globální?

Pokud si člověk klade tyto otázky, může se rozhodnout pro krátký internetový průzkum. Většina článků, které tento člověk nalezne, však poskytuje pouze povrchní pohled na problém a autor se často spokojí pouze s obecným prohlášením o vývoji ekonomiky. Takovéto prohlášení samozřejmě není chybné. Samotný fakt, že se na trhu najdou subjekty, které jsou ochotné platit za možnost někomu půjčit svůj kapitál, je možné označit minimálně za nestandardní. Už z principu by se dalo očekávat, že majitel kapitálu se pokusí tento kapitál ochránit, rozmnožit nebo alespoň vyměnit za statek či službu. Vyvstává tedy otázka, jestli tak investor nakupující dluhopisy se záporným úrokem skutečně učiní.

Je tedy nutné podívat se na problém z pohledu investora. Zjištěním faktorů, které musí sledovat, a jejich pochopením lze proniknout do světa, který může přijít již zítra. Reálně se totiž může stát, že se záporné úroky stanou denním chlebem finančního trhu a v horším případě se mohou stát i noční můrou běžných obyvatel. Investor do dluhopisů se záporným úrokem by se proto měl vybavit notnou dávkou informací, znalostí subjektu, který bude emisi dluhopisů realizovat, zdravým odhadem budoucnosti a vybroušenou orientací napříč trhy. Stojíme dnes na prahu zcela nové éry monetární politiky a úspěšní budou ti, kteří budou schopni včas zareagovat, pracovat se svým kapitálem dle globálních trendů a adaptovat svoje strategie.

1.1 Cíl práce

Hlavním cílem této práce je formulace doporučení investorovi zájímajícímu se o nákup dluhopisů se záporným úrokem. Dílčími cíli pak jsou:

- bližší popsání 96. emise českých státních dluhopisů;
- popsání podmínek, které umožnily emisi státních dluhopisů se záporným úrokem;
- identifikace možných výhod a nevýhod spojených s koupí dluhopisů se záporným úročením;
- navržení modelových situací vývoje, který ovlivňuje investorovu investici.

1.2 Metodika práce

Tato práce vznikla na základě primárních a sekundárních zdrojů. Primární zdroje byly získány z velkého počtu zdrojů, kdy jako hlavní je možné označit zejména Český statistický úřad, Českou národní banku, Ministerstvo financí České republiky, Evropskou centrální banku a Eurostat. Všechna data z těchto zdrojů byla získána mezi lednem a dubnem roku 2016. V případě použití historických dat či hodnot, bylo použito nejaktuálnějšího zdroje těchto výstupů. Podstatným zdrojem pro formulaci některých bodů se stala Ministerstvem financí vydaná Zpráva o řízení státního dluhu (2015).

Pro získání dat zobrazených v grafech byly použity kromě již zmíněných zdrojů také zdroje internetové, které se zaměřují na shromažďování dat. Jednalo se zejména o platformu Quandl, která shromažďuje data vydaná centrálními bankami a jinými subjekty, poskytuje odkazy na tyto zdroje a nabízí hrubá data pro další zpracování. V práci tato data byla použita s odkazem na původní zdroj dat. Dalším zejména orientačně informačním zdrojem byla platforma podobného ražení TradingEconomics. Ačkoliv tento zdroj byl v práci použit minimálně, měl podstatný vliv na výběr a zpracování informací v této práci použitých. Všechna tato data, převzatá z těchto zdrojů, byla získána z nejaktuálnějších uvedených zdrojů mezi lednem a dubnem roku 2016

Většina dat, která sloužila jako podklad pro použité grafy, byla zpracována a dále upravována v Microsoft Excel 2016. Většina použitých dat byla upravována pouze minimálně. V několika případech byla data očištěna o duplikátní hodnoty, které však neměly větší vliv na podobu následných grafů.

Pro ratingové hodnocení uvedené v práci, byla použita data, která lze nalézt na internetových stránkách jednotlivých ratingových agentur.

Sekundárními zdroji se staly zejména odborné či naučné publikace, ze kterých byla následnou literární rešerší převzata většinová část teoretické části této práce. Tabulky použité v teoretické části čerpaly z výročních zpráv daných subjektů.

Sekundárními zdroji použitými v praktické části byly zejména některé články, převzaté z ekonomických webových portálů. Jejich použití mělo za cíl nastínit globální vývoj ve zkoumaném předmětu.

2 Teoretická část práce

Tato část práce představí teoretickou část, která bude následně sloužit jako informační zdroj pro část praktickou.

1.3 Dluhopisy

Mobius (2012, s. 1) uvádí, že dluhopisy mají tři hlavní výhody:

- odhadnutelný příjmový tok;
- dlouhodobou ochranu kapitálu;
- navýšení různorodosti investorova portfolia.

Autor dále uvádí, že dluhopisy jsou de facto půjčkou mezi investorem a emitentem, kdy emitent zamýšlí s nabytými penězi financovat určitý projekt či cíl. Po fixně stanovené době je emitent povinen vyplatit dlužnou částku spolu s úroky, kdy úroky mohou být vypláceny v průběhu doby zrání dluhopisu.

Rejnuš (2014, s. 230) popisuje dluhopisy jako cenné papíry dokladující zapůjčení peněžních prostředků investorem, kterému je připsáno právo na stanovený úrok a na vrácení jistiny za předem stanovených podmínek. Investor tedy nekládá své peníze do podnikání, ale pouze je zapůjčuje jinému ekonomickému subjektu.

Dle zákona č. 190/2004 Sb. paragraf 2. mimo jiné uvádí, že:

„Dluhopis je cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír vydaný podle českého práva, s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky odpovídající jmenovité hodnotě jeho emitentem, a to najednou nebo postupně k určitému okamžiku, a popřípadě i další práva plynoucí ze zákona nebo z emisních podmínek dluhopisu.“

Mobius (2012, s. 3, 4) dále uvádí několik kategorií, kterými by se měl investor zabývat, pokud má zájem investovat do dluhopisů:

Nominální hodnota:

Jedná se o hodnotu, za kterou emitent dluhopis vydává. Tato částka tedy vyjadřuje množství peněz, které chce emitent získat od investora.

Kupónová sazba:

Procentuální sazba, která je na dluhopisu uvedena a určuje, kolik se bude držitel dluhopisu vyplácet za jedno období. Tyto výnosy jsou vypláceny často ročně nebo po půl roce.

Datum splatnosti:

Jedná se o datum, ke kterému se emitent dluhopisu zavazuje splatit svůj závazek. Jedná se tedy hlavně o nominální částku, kterou obdržel od investora/držitele dluhopisu. U některých typů dluhopisů, nevyplácí-li emitent úroky v průběhu od emitování do splatnosti, ale celou částku v momentu splatnosti, se k nominální částce připočte i úrok.

Tržní cena:

Dluhopisy jsou obchodovány na sekundárním trhu. Jejich tržní cena se vyvíjí zejména podle úrokové míry na trhu a případné změny rizikovosti daných dluhopisů. Pokud se tedy na trhu úroková míra pohybuje například kolem 6 % p. a., kdy dluhopisu je připsán výnos 5 % p. a., dluhopis bude prodán pod cenou. Pokud by byla situace opačná, účastník trhu za dluhopis může nabídnout více, než je nominální hodnota, kterou držitel dluhopisu zaplatil emitentovi.

Výnos dluhopisu:

Mobius uvádí tři základní typy výnosů dluhopisů:

- kupónový výnos (výnos, který je deklarován emitentem při emitování dluhopisu. Jedná se tedy o úrokovou míru přislíbenou investorovi vyjádřenou v procentech);
- současný výnos (jedná se procentuální vyjádření, kterého se dosáhne vydělením roční dividendy tržní cenou dluhopisu);
- výnos do splatnosti (jedná se o výnos, který bere v potaz rozdíl mezi tím, co investor zaplatil za dluhopis, a tím, co získá po uplynutí doby splatnosti).

Historie dluhopisů:

Mobius (2012, s. 2) uvádí, že ve spojení s jedním z prvních záznamů o vydání dluhopisů se hovoří o Benátkách. Ve 13. století vydaly Benátky dluhopisy, za které se zavázaly investorům vyplácet 5 % úroku každý půl rok. Dluhopisy byly nastaveny tak, že neměly nikdy dojít do doby splatnosti, a prakticky tak měli být investoři vypláceni do nekonečna. Následně však v 15. století byly Benátky nuceny tento závazek zrušit, zejména kvůli nákladné válce s Turky. Konceptem se následně inspirovaly jak Francie, tak Anglie a oba tyto státy začaly vydávat vlastní dluhopisy, aby pokryly své náklady.

Kohout (2013, s. 88) zmiňuje příklad vydání dluhopisů britskou vládou v průběhu první světové války. Dluhy britské vlády byly po skončení první světové války tak tíživé, že se rozhodla vydat dluhopisy, které byly splatné za 30 let od svého vydání. Následné splácení těchto dluhopisů pohltilo až dvě pětiny veškerých britských daňových příjmů. Vláda se proto rozhodla obyvatelstvo pomocí makléřských firem přesvědčit, aby vyměnilo tyto dluhopisy za dluhopisy s nekonečnou dobou splatnosti a úrokem 3,5 %. Následně mezi lety 1932 (kdy k těmto výměnám došlo) až 1997 dosahovala průměrná britská inflace 6,31 %. Reálná hodnota těchto dluhopisů tedy poklesla o 97,7 % své reálné hodnoty.

Další příklad, který Kohout uvádí, se týká dluhopisů vydaných německou vládou také za účelem financování dluhů z první světové války. Následná hyperinflace v letech 1921 – 1923 učinila z těchto dluhopisů de facto bezcenné cenné papíry.

Díky nízké rizikovosti jsou dluhopisy podstatnou součástí aktiv penzijních společností. Následující tabulky tento fakt demonstrují a porovnávají, jakou částí se dluhopisy podílejí na aktivech daného fondu zkoumané penzijní společnosti:

Tabulka 1 Podíl dluhopisů ve fondech AXA penzijní společnosti

Název fondu	Celková aktiva v Kč	Celkové dluhopisy v Kč	Podíl dluhopisů na aktivech fondu v %
Transformovaný fond	37 561 206 000	33 322 597 000	89 %
Dluhopisový účastnický fond	83 148 000	75 107 000	90 %
Povinný konzervativní účastnický fond	120 406 000	99 909 000	83 %
Smíšený účastnický fond	33 887 000	17 066 000	50 %

Zdroj: Vlastní zpracování z výroční zprávy AXA penzijní společnosti (2015)

Tabulka 2 Podíl dluhopisů ve fondech Allianz penzijní společnosti

Název fondu	Celková aktiva v Kč	Celkové dluhopisy v Kč	Podíl dluhopisů na aktivech fondu v %
Transformovaný fond	31 178 222 000	29 944 874 000	96 %
Účastnický povinný konzervativní fond	87 708 000	65 808 000	75 %
Vyvážený účastnický fond	59 148 000	34 379 000	58 %
Dynamický účastnický fond	56 460 000	7 858 000	14 %
Účastnický fond Selection	15 707 000	0	0 %
Důchodový fond státních dluhopisů	7 407 000	5 508 000	74 %
Konzervativní důchodový fond	27 989 000	21 146 000	76 %
Vyvážený důchodový fond	117 032 000	61 129 000	52 %
Dynamický důchodový fond	145 871 000	46 388 000	32 %

Zdroj: Vlastní zpracování z výroční zprávy Allianz penzijní společnosti (2015)

Tabulka 3 Podíl dluhopisů ve fondech Penzijní společnosti České spořitelny

Název fondu	Celková aktiva v Kč	Celkové dluhopisy v Kč	Podíl dluhopisů na aktivech fondu v %
Transformovaný fond	86 863 276 000	81 976 413 000	94 %
Povinný konzervativní fond	61 360 000	54 732 000	89 %
Spořicí účastnický fond	856 196 000	810 493 000	95 %
Vyvážený účastnický fond	159 685 000	118 950 000	74 %
Dynamický účastnický fond	59 039 000	34 474 000	58 %
Důchodový fond státních dluhopisů	5 760 000	5 492 000	95 %
Konzervativní důchodový fond	165 584 000	149 140 000	90 %
Vyvážený důchodový fond	216 385 000	174 471 000	81 %
Dynamický důchodový fond	281 104 000	203 779 000	72 %

Zdroj: Vlastní zpracování z výroční zprávy Penzijní společnosti České spořitelny (2015)

Z uvedených dat jasně vyplývá, že penzijní společnosti využívají dluhopisů jako většinových aktiv svých fondů.

Na závěr této subkapitoly zabývající se dluhopisy bude uveden vzorec pro přepočet emisí českých státních dluhopisů. Tento přepočet bude klasický vážený aritmetický průměr s upraveným značením. Výsledek tohoto výpočtu v podobě průměrné úrokové míry bude použit pro nastíněné modelové situace.

Vzorec 1 váženého aritmetického průměru s upraveným značením

$$\begin{aligned} \text{Vážený průměr modelového výnosu} &= \frac{\sum_{i=1}^k \text{výnos}_i * \text{emise}_i}{\sum_{i=1}^k \text{emise}_i} \\ &= \frac{\text{výnos}_1 * \text{emise}_1 + \text{výnos}_2 * \text{emise}_2 \dots \text{výnos}_k * \text{emise}_k}{\text{emise}_1 + \text{emise}_2 \dots \text{emise}_k} \end{aligned}$$

Zdroj: Dodge (2010, s. 565) a vlastní úprava

- Výnos_i = průměrný výnos v % p. a. dané tranše 96. emise českých státních dluhopisů.
- Emise_i = celkový objem v Kč prodaných dluhopisů dané tranše 96. emise českých státních dluhopisů.
- i = index.
- k = součet indexů

Výsledek tohoto výpočtu bude sloužit k nastínění modelových situací v závěru této práce. S ohledem k faktu, že pro výpočet budou použity průměrné hodnoty výnosů, které uvádí Ministerstvo financí na svých stránkách, není snahou tohoto výsledku popsat reálný úrokový výnos investorů.

Do modelového výnosu nejsou započteny poplatky ani žádné jiné finanční náklady, pouze průměrné výnosy v % p. a. uvedené na webových stránkách Ministerstva financí.

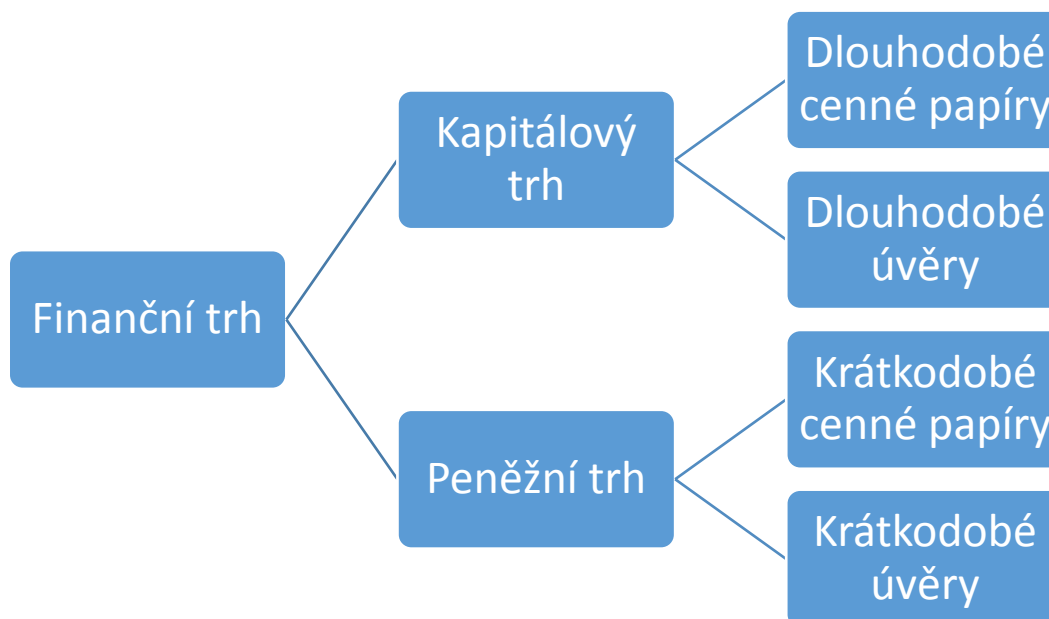
1.4 Kapitálový trh

Již podle definice se na tomto trhu obchoduje s jedním se základních výrobních faktorů – kapitálem.

1.4.1 Vymezení kapitálového trhu

Palouček (2009, s. 209) vymezuje kapitálový trh jako trh s dlouhodobými úvěry a cennými papíry se splatností delší než jeden rok. Dále uvádí, že kapitálový trh je součástí finančního trhu, a ilustruje tento fakt tímto schématem:

Obrázek 1 Schéma finančního trhu



Zdroj: Palouček (2009, s. 209)

Nývltová a Režňáková (2007, s. 12) dále připomínají, že kromě kapitálového a peněžního trhu se pod finanční trh řadí i devizový trh, pojistný trh a trh drahých kovů.

Rejnuš (2014, s. 62) srovnává kapitálový a peněžní trh, kdy poukazuje na fakt, že kapitálový trh drží vyšší rizikovost než peněžní trh, ale bývá výnosnější. Tuto skutečnost vysvětluje tak, že čím je životnost a výše investice větší, tím stoupá i riziko takové investice. Autor dále specifikuje oba kapitálové trhy:

Trh dlouhodobých úvěrů:

Poskytováním dlouhodobých úvěrů se zabývají zejména obchodní banky nebo jiné finanční instituce. Dlouhodobé úvěry jsou často definovány vyšší rizikovostí, a proto bývají zajišťovány například nemovitostí. Autor dodává, že za dlouhodobé úvěry lze v daném případě považovat i dlouhodobé (zejména bankovní) vklady se splatností nad 1 rok.

Trh dlouhodobých cenných papírů:

Rejnuš objasňuje, že na trhu s cennými papíry jsou za nejvýznamnější druh cenných papírů považovány právě dlouhodobé dluhopisy (obligace). Rozdíl mezi tímto trhem a trhem dlouhodobých úvěrů je ten, že cenné papíry bývají převeditelné (obchodovatelné), zatímco úvěry nikoliv. To v praxi znamená, že je investor schopen držet likvidnější aktivum a v případě potřeby jej prodat, v kontrastu s úvěry, které jsou, jak již bylo zmíněno, zpravidla nepřeveditelné.

Autor dále dodává, že obchodování s dlouhodobými cennými papíry převyšuje mnohonásobně obchod s dlouhodobými úvěry. Tato skutečnost je podpořena faktem, že při investování do dlouhodobých cenných papírů investor rozloží svůj kapitál do mnoha cenných papírů s různými emitenty a tím snižuje rizikovost, která by mohla nastat při investicích na trhu dlouhodobých úvěrů. Důvod je ten, že úvěry jsou jištěny zpravidla jedním subjektem, a to zejména bankou, zatímco při investici do dlouhodobých cenných papírů se může investice rozdělit mezi mnoho složek portfolia (například obligace emitované několika různými společnostmi) a případné riziko je tak rozprostřenější.

Nývtlová a Režňáková (2007, s. 13) rozdělují trh cenných papírů takto:

Majetkové cenné papíry

Za tento typ cenných papírů jsou považovány zejména akcie a podílové listy. Tento typ cenných papírů neobsahuje nárok investora na vrácení investovaného kapitálu, ale zpravidla obsahuje nárok na dividendu. Pro emitenta takového cenného papíru představuje akcie nebo podílový list možnost obstarání trvalého (vlastního) kapitálu.

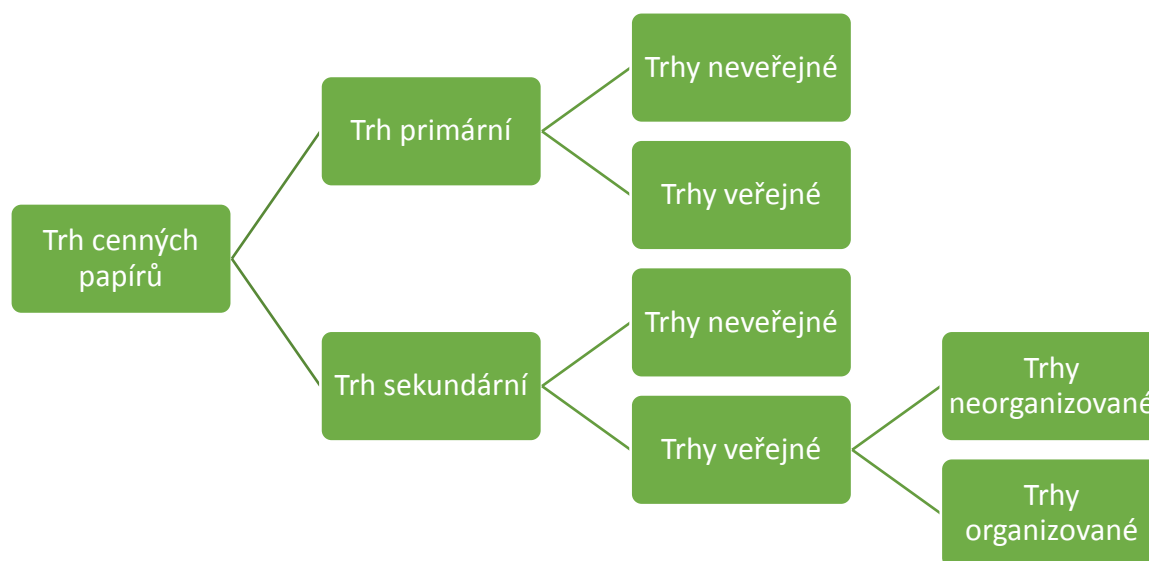
Úvěrové cenné papíry

Tento typ cenných papírů je založen na principu úvěrového vztahu mezi investorem a emitentem. Emitent si tímto způsobem může opatřit dočasný (cizí) kapitál a využít takto nabytý kapitál k podnikání s tím, že jej musí po uplynuté lhůtě vrátit i s výnosy, které vyplácí v průběhu nebo na konci této lhůty.

Struktura trhu cenných papírů

Rejnuš (2014, s. 65) připomíná, že se na tomto trhu obchodují jak krátkodobé cenné papíry peněžního trhu, tak i dlouhodobé cenné papíry kapitálového trhu. Autor dále uvádí, že trh cenných papírů je možné členit různými způsoby, kdy autor na následujícím schématu prezentuje nečastější způsob:

Obrázek 2 Schéma trhu cenných papírů



Zdroj: Rejnuš (2014, s. 65)

1.4.2 Trh primární

Rejnuš (2014, s. 66) připisuje primárnímu trhu funkci získávání nových peněžních zdrojů, kdy jsou tyto zdroje následně přeměněny na zdroje dlouhodobé povahy. Tyto dlouhodobé zdroje jsou na trhu uplatněny jako zdroj investic, které jsou realizovány zejména velkými korporacemi, složkami státu nebo státem samotným. Tento proces je zapečetěn předáním cenných papírů investorům, kteří jsou prvními nabyvateli těchto papírů.

Autor dále uvádí, že trh primární (a tím potažmo zájem prvních nabyvatelů) je ovlivněn trhem sekundárním. Tento vliv spočívá na síle poptávky a zájmu obchodovat s cennými papíry právě na trhu sekundárním. Reálně se pak tato skutečnost projevuje na likviditě cenných papírů, protože investor, který je zakoupil na primárním trhu, nemusí mít komu je prodat na trhu sekundárním.

Mobius (2012, s. 16) zmiňuje, že většina organizací, které chtějí emitovat dluhopisy, tak učiní ve spolupráci s jinou velkou institucí, nejčastěji investiční bankou. Ta za poplatek zařídí zprostředkování, navrhne postup, případně objem a úrok. Mobius také dodává, že až 50 % emisí celosvětově zprostředkovává top 10 institucí (například J. P. Morgan či Goldman Sachs).

Nývltová a Režňáková (2007, s. 13) doplňují, že emisní obchody (přípravu, provedení, zajištění a podporu) může provádět buď samotný emitent, nebo se o tyto procesy postará investiční banka či obchodník s cennými papíry.

Veřejný trh primární

Rejnuš (2014, s. 67) popisuje veřejný primární trh jako situaci, kdy emitent o svém záměru emitovat cenné papíry informuje veřejnost, případně realizuje reklamní kampaň spojenou s emitací. Emitent následně očekává, že se případný investor sám přihlásí a projeví zájem o investici do cenných papírů emitenta.

Neveřejný trh primární

Rejnuš (2014, s. 69) vysvětluje, že na těchto trzích se obchodují takzvané uzavřené emise. V praxi situace vypadá tak, že emitent se předem domluví s investory o zakoupení nové emise cenných papírů a veřejnosti je tato skutečnost oznámena až po uzavření procesu. Emise tedy již proběhla a investoři drží dané cenné papíry. Zvláštním případem může být situace, kdy je investor pouze jeden a nazývá se emisní tvůrce. Ten celý objem emise převezme do svého portfolia.

1.4.3 Trh sekundární

Rejnuš (2014, s. 67) popisuje sekundární trhy jako trhy, kde se obchoduje s již vydanými cennými papíry. Sekundární trh plní funkci stanovitele tržní ceny cenných papírů a zprostředkovatele jejich likvidity. Obě tyto funkce motivují investory k dalším finančním investicím a celkovému toku kapitálu tímto způsobem.

Rejnuš dále dodává, že zpravidla se na sekundárních trzích obchoduje s větším objemem než na trhu primárním. Důvodem této skutečnosti je fakt, že cenné papíry, které mohou být na trhu primárním vydány pouze jednou, se na trhu sekundárním obchodují opakovaně. Výše uvedené platí hlavně pro dlouhodobé cenné papíry. V případě krátkodobých cenných papírů je situace opačná a objem obchodovaný na trhu primárním je větší než na trhu sekundárním.

Veřejný trh sekundární

Rejnuš (2014, s. 67) tyto trhy specifikuje jako místo, kde jsou obchodovány cenné papíry, které byly již dříve vydané a tedy již v oběhu existující. V praxi pak stávající majitelé těchto cenných papírů je prodávají novým nabyvatelům.

Autor dále člení tyto trhy na:

Veřejný trh sekundární organizovaný

Autor tento trh popisuje jako trh reprezentovaný zejména burzami nebo jinými organizátory trhu držícími licenci. Tato varianta trhu je všeobecně nejznámější a její funkce spočívá v agregování poptávky a nabídky, kdy následně dochází k párování vzájemně odpovídajících obchodních příkazů. To má za následek spravedlivou tvorbu tržních cen, které se označují jako kurzy, a zároveň zvyšování likvidity trhu.

Rejnuš dále rozvíjí pojmy burzovní trh a organizovaný mimoburzovní trh.

Trh burzovní je dle autora nedílnou součástí tržního prostředí všech vyspělých zemí. Jak již bylo výše zmíněno, pomáhá vytvářet tržní cenu (kurzy) a vytváří cenový systém pro finanční a reálné investiční instrumenty, které se na burzách obchodují. Kurzy vytvořené na těchto burzách přímo ovlivňují jak primární, tak sekundární trhy. Autor také dodává, že čím jsou burzy větší a uznávanější, tím kvalitnější a početnější cenné papíry se na nich obchodují.

Nývltová a Režňáková (2007, s. 15) doplňují, že burzy mají centrální parket, na kterém dohlížejí na správnost a korektnost uzavíraných obchodů a garantují jejich následné vypořádání.

Mimoburzovní trh Rejnuš (2014, s. 68) popisuje jako trh podobný burzovním trhům, ačkoliv nemá tento status. V České republice je příkladem mimoburzovního trhu RM-System, který následně získal státu burzy cenných papírů v roce 2008.

Veřejný trh sekundární neorganizovaný

Rejnuš uvádí, že na tomto trhu se obchoduje pouze s určitou částí objemu cenných papírů. Tyto trhy nejsou tak silně regulované jako trhy organizované. Obchod na těchto trzích probíhá skrze banky nebo skrz soukromé či institucionalizované obchodníky s cennými papíry. Většina obchodů tedy probíhá jako zprostředkování obchodu mezi investorem a současným držitelem cenných papírů. Zprostředkovateli jsou zpravidla výše uvedené subjekty.

Neveřejný trh sekundární

Rejnuš (2014, s. 68, 69) popisuje tento typ trhu jako místo, kde je povoleno nakupovat a prodávat cenné papíry přímo mezi potencionálními kupci a stávajícími vlastníky těchto cenných papírů. Všechny obchody buď probíhají přímo mezi subjekty, nebo v těchto obchodech může figurovat speciální finanční zprostředkovatel. V obou případech však jsou obchody uzavírány smluvní dohodou za individuálních podmínek.

Mobius (2012, s. 13) připomíná vznik první varianty sekundárního trhu v USA, kdy na konci 18. století se na místě dnešního Wall Streetu sešla skupina investorů. Ti se rozhodli obchodovat státní dluhopisy, které byly dříve vydány za účelem financování Americké revoluce - války o nezávislost. Britové začali obchodovat s dluhopisy před 300 lety a dnes mají vedle USA jeden s nejkvalitnějších trhů s cennými papíry.

1.4.4 Účastníci trhu s cennými papíry

Mobius (2012, s. 15) rozeznává tři základní účastníky trhů s cennými papíry:

Emitent

Mobius za emitenta označuje stát, firmu nebo jiný subjekt s možností emitace cenného papíru. Tato strana vstupuje na trh za účelem získání kapitálu. Dluhopisy mohou být výhodnou variantou k půjčce od bank. V roli emitenta se mimo jiné pohybují na trhu i velké banky a další finanční instituce.

Investor

Autor označuje za tuto stranu trhu osoby nebo instituce ochotné půjčit kapitál, za který očekávají příslušný finanční výnos a následné vrácení zapůjčené částky. Častými investory do dluhopisů jsou penzijní fondy, pojišťovny a jiné instituce zabývající se spořením financí, které v souhrnu drží kolem 80 % trhu dluhopisů. Důvod vyplývá z nízké rizikovosti, objemu a likvidity.

Zprostředkovatelé

Mobius popisuje tyto subjekty jako mezičlánek mezi investorem a emitentem. Jejich cílem je zprostředkovat obchod a utržit finanční odměnu za toto zprostředkování. Jsou jimi obchodní banky, finanční instituce, investiční banky a další. Tito hráči trhu se účastní jak primárního, tak sekundárního trhu a jsou důležitou součástí jejich fungování.

1.5 Měna / Kurz

Černohorský a Teplý (2011, s. 29) definují měnu jako národní formu peněz. Celkově se jako měna chápou například: české koruny, americký dolar, euro. Měnou České republiky je pak pouze česká koruna. Kromě klasických národních forem existují i nadnárodní měny jako například euro.

Autoři dále přisuzují měně dvě sady znaků: technické a ekonomické.

Technické znaky jsou:

- název měny (euro, česká koruna, libra);
- hotovostní druhy (mince, bankovky);
- dělení a kumulace (desetiny, poloviny, sta, tisíce – silnější měna mívá nižší nominální hodnoty);
- výlučnost měny (zákonné platidlo daného území, pouze tato zákonná měna musí být přijata);
- způsob stanovení měnového kurzu (varianty ovlivnění kurzu měny).

Ekonomické znaky jsou:

- charakter emise peněz (jakými způsoby se měna stahuje nebo vydává do oběhu);
- způsoby zajištění měnové stability (klade otázku, jaká instituce zajišťuje stabilitu měny).

1.5.1 Historický vývoj peněz

Rejnuš (2014, s. 38) charakterizuje peníze jako jeden z největších objevů lidstva. Peníze nahradily naturální směnu a s ní spojené problémy. Na počátku funkci peněz plnily zejména drahé kovy, jako je zlato a stříbro. Jejich výhodou je homogenita a vzácnost. Následně se za tyto kovy emitovaly papírové peníze, které reprezentovaly nárok na tyto kovy. V této fázi byla nutná víra lidí v instituce, jako jsou stát či bankovní subjekt. Autor uvádí, že další etapou byl rozvoj bankovního systému. To umožnilo vkládání úspor na účty, realizaci šeků, mezibankovní převody a bezhotovostní měnu. Právě tento systém používáme my k dnešnímu dni.

Černohorský a Teplý (2011, s. 31) začínají s popisem historie peněz v dobách, kdy neexistovalo rozdělení práce. V těchto dobách nebyla měna zapotřebí, protože každý vytvářel statky pouze pro sebe na základě toho, co zrovna potřeboval. V tomto případě se jednalo o Robinsonovskou ekonomiku. Autoři dále popisují, že v době dělby práce lidé měnili jeden typ statku za druhý, protože někteří lidé měli lepší schopnost nebo více času pro tvorbu daného druhu statku. Jednalo se o barterovou směnu.

Další část historie peněz je dle autorů nepřímá směna. Tento typ směny předpokládá statek, který reprezentuje hodnotu statků. Následně se tento prostředek stal penězi, tak jak je známe dnes.

Rejnuš (2014, s. 55) uvádí tyto tři základní funkce peněz:

- prostředek směny (peníze odstraňují komplikace barterové směny, jsou aktivem, které přijme každá firma či vláda jako platidlo, šetří čas věnovaný směně a podporují ekonomickou efektivnost);
- míra hodnoty, měřítko cen (peníze slouží k stanovení hodnoty zboží a služeb i všech finančních aktiv či toků, jsou nazývány monetární jednotkou, která má vzhledem k sobě samé stále konstantní cenu a ceny všech ostatních statků jsou vyjádřeny v jejich násobcích);
- uchovatel hodnoty (peníze mají schopnost uchovat kupní sílu v čase, lze je tedy uschovat a držet je buď v hotovostní formě, nebo ve formě bankovních vkladů, kupní síla se však v čase mění, a to zejména díky inflaci).

1.5.2 Inflace

Jurečka (2013, s. 114) popisuje inflaci jako všeobecně negativně vnímaný jev. Vzápětí však poukazuje, že někteří ekonomové hodnotí mírnou inflaci jako neškodlivou. Její definice spočívá ve zvyšování průměrné cenové hladiny a ve snižování reálné kupní síly peněz. Autor dále definuje opak inflace jako deflaci, která má opačný princip k inflaci. Průměrná cenová hladina klesá a kupní síla peněz roste. Jurečka připomíná, že deflace je spojována z mnoha ekonomickými poruchami v historii. Deflace může ohrožovat chod ekonomiky, a jestliže je inflace vnímána negativně, deflace je z historického hlediska minimálně stejně nebezpečná.

Rejnuš (2014, s. 242) doplňuje, že teoreticky se hodnotí akcie jako dobrá investice v době rostoucí inflace. Reálně se však ukazuje, že hodnota akcií s inflací klesá. Důvodem může být daňový efekt, který má vliv na odpisy akciové společnosti. Ta je následně zatížena vyšší daní a tím potažmo dosahuje menšího zisku a vyplácí menší dividendy. Autor také dodává, že lze všeobecně označit inflaci jako důvod k nejistotě v ekonomice. To má za následek růst investičního rizika a následný pokles poptávky po akciích.

Holman (2012, s. 530) poukazuje na další negativum inflace: přerozdělování bohatství. Na několika příkladech ukazuje na situace, kdy kvůli opomenutí inflace nebo očekávání jiné inflace se jedna smluvní strana dostane do nevýhodné pozice. Pokud totiž spolu dva lidé sjednají smlouvu, která úročí neměnným úrokovým číslem, může dojít k tomu, že jedna strana kvůli inflaci dostane reálně jinou částku, než očekávala.

Příčiny inflace

Jurečka (2013, s. 120) označuje inflaci jako monetární jev. Množství peněz v ekonomice roste rychleji než reálný produkt této ekonomiky. Bezprostřední důvody se liší, a proto se liší i typologie inflací. V pozadí každé inflace však vyčnívá nabídka peněz, resp. výše zmíněné množství peněz v oběhu. Autor připomíná, že v historii je vidět spojení zvýšené inflace a vysokého příbytku peněz.

Faktory, které mají vliv na inflaci, Jurečka popisuje jako: deficitní financování státního rozpočtu, nepřiměřenou emisi úvěrů, převahu investic nad úsporami, zadržování výrobních vstupů, rychlejší růst mezd než produktivity, monopolní strukturu ekonomiky, inflační očekávání ekonomických subjektů, devalvaci a další.

Vliv inflace na úrokovou míru

Jurečka (2013, s. 128, 129) vypočítává vliv inflace na reálnou úrokovou míru následujícím vzorcem:

Vzorec 2 Reálná úroková míra

$$\text{Reálná úroková míra} = \text{nominální úroková míra} - \text{míra inflace}$$

Zdroj: Jurečka (2013, s. 128)

U této rovnice Jurečka podotýká jednu nevýhodu, a to, že výpočet provádíme až v případě, kdy známe míru inflace. Navrhuje proto použití Fisherovy rovnice, která má následující podobu:

Vzorec 3 Očekávaná úroková míra

$$\text{Očekávaná reálná úroková míra} = \text{nominální úroková míra} - \text{očekávaná míra inflace}$$

Zdroj: Jurečka (2013, s. 128)

Tato rovnice umožňuje predikovat vývoj reálné úrokové míry do budoucna a na rozdíl od první uvedené rovnice se orientuje na nadcházející vývoj spíše než na minulost.

Úrokové sazby a úrokové míry

Šoba, Širůček a Ptáček (2013, s. 14) definují tyto dva pojmy jako:

Úroková sazba

Autoři popisují úrokovou sazbu jako veličinu, která je přímo úročena nějakým subjektem. Příkladem může být konkrétní úroková sazba spořicího účtu.

Černohorský a Teplý (2011, s. 107) rozdělují úrokové sazby do několika kategorií:

- úrokové sazby vyhlašované centrální bankou;
- úrokové sazby mezinárodního trhu;
- základní úrokové sazby každé banky;
- úrokové sazby každé banky pro jejich produkty.

1.5.3 Úroková míra

Šoba, Širůček a Ptáček (2013, s. 14) popisují úrokovou míru jako veličinu odvozenou od různých úrokových sazeb. Jako příklad uvádějí průměrnou úrokovou sazbu spořicíh účtů v České republice.

Jílek (2013, s. 23) představuje měnovou politiku jako nástroj ovlivňování úrokové míry. Centrální banka, která tuto politiku uplatňuje ve snaze dosažení operačního cíle, operacemi na volném trhu ovlivní krátkodobou úrokovou míru. Následně jsou touto úrokovou mírou ovlivněny i úrokové míry ostatní.

Autor uvádí, že zásahy banky mohou být přímé, nebo nepřímé. Příkladem nepřímého nástroje je právě operace na volném trhu. Příkladem přímého nástroje by poté bylo nařízení centrální banky o úrokových mírách.

Rejnuš (2014, s. 82) za nepřímé nástroje monetární (měnové) politiky označuje:

Diskontní nástroje

Autor popisuje tyto nástroje jako úrokové sazby a podmínky krátkodobých úvěrů, které poskytuje centrální banka bankám obchodním. Jednotlivými nástroji jsou:

- diskontní úvěr (krátkodobé úvěry sloužící k pokrytí likvidity, kdy obchodní banky získávají tyto úvěry od banky centrální);
- reeskontní úvěr (centrální banka od banky obchodní odkoupí směnky a načerpá tak likviditu do této banky);
- lombardní úvěr (centrální banka poskytuje likviditu proti zástavě cenných papírů).

Dále autor popisuje další nepřímý nástroj, a to obchody na volném trhu:

Obchody na volném trhu

Rejnuš (2014, s. 84) vyzdvihuje relativně nízké náklady, operativnost a jednoduchost obchodů na volném trhu. Nejčastěji centrální banka realizuje tuto politiku prostřednictvím nákupu cenných papírů. Pokud centrální banka nakoupí cenné papíry ve vlastnictví bank obchodních, jejich likvidita stoupne stejně tak jako jejich úvěrová kapacita. Rejnuš dále popisuje, že centrální banka může, jak již bylo uvedeno, nakoupit cenné papíry od obchodních bank nebo realizovat repo obchody. Při repo se strany dohodnou na dočasném odkoupení cenných papírů strany druhé a po určitém časovém úseku na zpětném odkoupení těchto cenných papírů.

Dalším nepřímým nástrojem, který centrální banka může použít, jsou povinné minimální rezervy:

Rejnuš (2014, s. 86) popisuje povinné minimální rezervy jako objem rezerv, který centrální banka nařídí povinně vytvářet bankám obchodním. Každá změna v objemu povinných rezerv přímo ovlivňuje objem úvěrů, který může obchodní banka realizovat.

Za přímé nástroje monetární politiky Rejnuš (2014, s. 89) označuje:

- pravidla likvidity (ustanovení závazné pro obchodní banky, týkající se jejich držené likvidity, může mít formu určení struktury aktiv a pasiv nebo vazeb mezi nimi)
- úvěrové kontingenty (direktivní stanovení limitu úvěrů, jedná se o jeden z nejtvrdějších nástrojů);
- úrokové limity (centrální banka obchodním bankám předepíše maximální, či minimální úrokový limit);
- povinné vklady (některým subjektům může být nařízeno otevírat běžné či vkladové účty a provádět platby pouze skrze centrální banku, ukládá se zejména samosprávním celkům apod.).

1.5.4 Měnové kurzy

Málek (2013, s. 280) popisuje kurz jako poměr, ve kterém se směňují dvě navzájem cizí měny. Potažmo se tedy jedná o cenu jedné měny vyjádřenou v měně jiné. Kurz je ovlivňován poptávkou a nabídkou po dané měně, často je však udržován intervencemi centrální banky daného státu.

Málek dále rozlišuje dvě kategorie kurzů:

- devizový kurz (cena deviz, tedy ve formě bezhotovostních zůstatků na bankovních účtech, směnek, šeků apod.);
- valutový kurz (cena valut, tedy hotovost cizích peněz ve formě bankovek a mincí).

Kotace měnových kurzů

Málek (2013, s. 281) uvádí, že banky a další ekonomické subjekty, které obchodují s cizími měnami, musejí stanovit (kotovat) v určité formě. Autor dále uvádí následující členění:

- přímá kotace (vyjádření jednotky domácí měny za jednotku měny cizí, příkladem může být koruna vůči dolaru v podobě 22 CZK/USD, tento údaj znamená, že jeden americký dolar má hodnotu 22 českých korun);
- nepřímá kotace (vyjádření počtu jednotek cizí měny za jednotku měny domácí, příkladem by mohlo tedy být 1,4 USD/GBP, kdy jedna libra se rovná 1,4 amerického dolaru, tento způsob bývá používán ve Velké Británii).

Další pojmy použité v práci

Kvantitativní uvolňování

Kohout (2011, s. 110) popisuje kvantitativní uvolňování jako nákup cenných papírů centrální bankou a pumpování peněz do ekonomiky. Dále uvádí, že názor na kvantitativní uvolňování se mezi odborníky liší, kdy jedni tvrdí, že způsobuje inflaci, a druzí tvrdí, že inflační dopad není nijak markantní.

Janáčková (2015, s. 91, 92) připomíná, že v březnu 2015 přistoupila Evropská centrální banka ke kvantitativnímu uvolňování v rozsahu jednoho bilionu eur. Autorka dále definuje kvantitativní uvolňování jako situaci, kdy centrální banka chce uvolnit měnové podmínky zvýšením kvantity likvidních peněz. Centrální banka nakoupí cenné papíry a zejména státní dluhopisy. Centrální banka tím pomáhá hradit vládní dluh a snižovat úroky státních dluhopisů.

Janáčková zmiňuje také možná negativa kvantitativního uvolňování. Popisuje, že kvantitativní uvolňování je někdy obhajováno sdělením, že skupováním dluhopisů z trhu a následným snížením úrokových sazeb dluhopisů se usnadňuje příliv kapitálu do firem. Janáčková však podotýká, že v Evropě podniky získávají z finančního trhu pouze 30 % svého kapitálu. Dále podotýká, že takováto monetární politika zasahuje do chodu ekonomiky v podobě zvýšení objemu peněz, ačkoliv centrální banka dlouhodobě tvrdí, že nemá validní odhad o reálném objemu peněz v oběhu.

Další možností, proč Evropská centrální banka přistoupila ke kvantitativnímu uvolňování, je dle Janáčkové varianta, kdy si ECB vzala za cíl oživení finančních institucí. Tyto instituce mohou držet riziková aktiva a jejich odkoupením ECB snižuje riziko jejich kolapsu. Janáčková uvádí, že finanční instituce jsou zdrojem firemního financování až ze 70 %, a proto je jejich záchrana důležitá.

Ratingové agentury

Rejnuš (2014, s. 135) popisuje ratingové agentury jako společnosti, které se zabývají nezávislým hodnocením bonity jednotlivých společností, či dokonce států. Cílem ratingových agentur je zjistit, do jaké míry je daný subjekt schopen dostát svým závazkům. Ratingové agentury měří zejména tuto schopnost na základě subjektem emitovaných cenných papírů (zejména dluhopisů) a na základě historického plnění, či neplnění přidělují rating (hodnocení).

Autor dále dodává, že pro ratingové agentury je velmi důležité dobré jméno. Celková validita, pravdivost ratingů a nezávislost agentur je pochopitelně spojována s dobrou pověstí řečené agentury.

Vývoj státního dluhu

Bent Hansen (2008, s. 80, 81) popisuje, že na pokles či nárůst státního dluhu má velkou mírou vliv ekonomický cyklus. V případě, že se cyklus nachází v rostoucí fázi, státní dluh má tendenci stagnovat či klesat, protože stát získává mimo jiné větší příjmy z daní. Tento stav je způsoben zejména faktem, že ekonomické subjekty jsou více aktivní, domácnosti mají větší příjmy a celkově dochází k většímu utrácení finančních prostředků. Celkový vývoj je však ovlivněn aktuální fiskální politikou daného státu a způsobem financování státního dluhu.

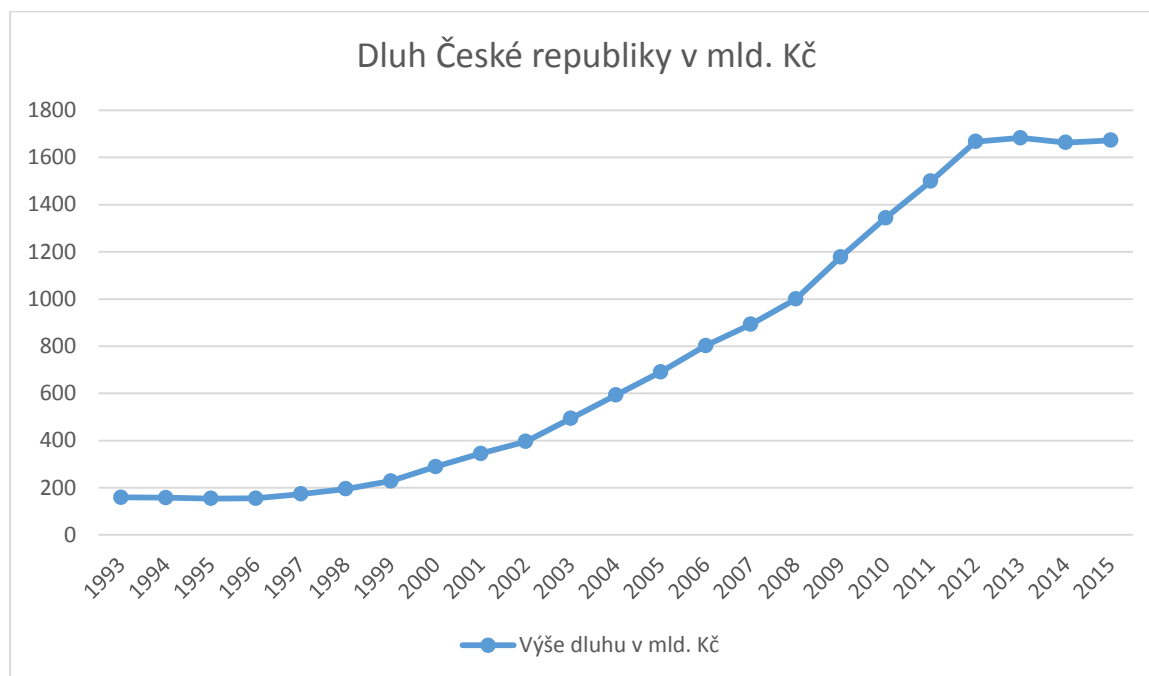
3 Praktická část práce

V praktické části této práce bude popsána emise zkoumaných dluhopisů, jejich výhody, nevýhody pro investora a vývoj rozdílných faktorů, které mohou mít vliv na výnosnost těchto dluhopisů.

1.6 Emise dluhopisů se záporným úrokem

V listopadu roku 2015 Česká republika vydala poprvé ve své historii dluhopisy se záporným úrokem. Investor, který drží takovýto dluhopis, platí za to, že půjčuje své peníze. Tuto neobvyklou událost ovlivnilo několik odlišných faktorů, kvůli kterým mohla Česká republika levně financovat svůj dluh. V následujícím grafu je zobrazen vývoj státního dluhu od roku 1993 do roku 2015.

Graf 1 Celkový státní dluh mezi lety 1993 až 2015



Zdroj: Vlastní zpracování a www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/struktura-a-vyvoj-statniho-dluhu

Ministerstvo financí dále na svých stránkách (www.mfcr.cz) uvádí, že v roce 2015 se střednědobé a dlouhodobé dluhopisy podílely na celkovém státním dluhu ze 73,9 %.

Ministerstvo financí dále ve své Zprávě o řízení státního dluhu (2015) uvádí, že pro účely pokrytí potřeb státního dluhu byla v roce 2015 hrubá emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů rovna částce 180,4 mld. Kč (kdy plánovaná emise byla stanovena na rozmezí mezi 130 a 180 mld. Kč). Zpráva dále uvádí, že mírné překročení bylo způsobeno hlavně vývojem na finančních trzích, kdy zejména v druhém pololetí roku 2015 podmínky umožnily emisi dluhopisů výhodných pro Českou republiku jako věřitele. Dluhopisy se záporným výnosem pro investory splatné v roce 2017 dosahovaly hrubé jmenovité hodnoty 59,7 mld. Kč.

V druhé polovině roku 2015 došlo k emisi dluhopisů s ISIN číslem CZ0001004592. Tyto dluhopisy jsou výjimečné zejména ve faktu, že všechny deklarují záporný průměrný výnos. Ministerstvo financí vyzdvihuje fakt, že emisí těchto dluhopisů došlo k mimořádnému výnosu, který dosahoval výše 367,4 mil. Kč. Na následujících řádcích budou představeny jednotlivé tranše emise 96., které jsou hlavním předmětem této práce.

1. tranše 96. emise státních dluhopisů České republiky

Jmenovitá hodnota dluhopisů v Kč:	10 000
Datum aukce:	09. 09. 2015
Prodáno v Kč:	16 587 330 000
Objem získaných finančních prostředků:	16 663 616 718
Nejnižší výnos % p. a.:	- 0,344
Průměrný výnos % p. a.:	- 0,212
Nejvyšší výnos % p. a.:	- 0,193

2. tranše 96. emise státních dluhopisů České republiky

Jmenovitá hodnota dluhopisů v Kč:	10 000
Datum aukce:	14. 10. 2015
Prodáno v Kč:	9 157 990 000
Objem získaných finančních prostředků:	9 219 472 793
Nejnižší výnos % p. a.:	- 0,346
Průměrný výnos % p. a.:	- 0,323
Nejvyšší výnos % p. a.:	- 0,317

3. tranše 96. emise státních dluhopisů České republiky

Jmenovitá hodnota dluhopisů v Kč:	10 000
Datum aukce:	11. 11. 2015
Prodáno v Kč:	11 000 000 000
Objem získaných finančních prostředků:	11 073 005 500
Nejnižší výnos % p. a.:	- 0,359
Průměrný výnos % p. a.:	- 0,332
Nejvyšší výnos % p. a.:	- 0,325

4. tranše 96. emise státních dluhopisů České republiky

Jmenovitá hodnota dluhopisů v Kč:	10 000
Datum aukce:	25. 11. 2015
Prodáno v Kč:	8 385 210 000
Objem získaných finančních prostředků:	8 442 646 689
Nejnižší výnos % p. a.:	- 0,382
Průměrný výnos % p. a.:	- 0,349
Nejvyšší výnos % p. a.:	- 0,341

5. tranše 96. emise státních dluhopisů České republiky

Jmenovitá hodnota dluhopisů v Kč:	10 000
Datum aukce:	09. 12. 2015
Prodáno v Kč:	14 540 010 000
Objem získaných finančních prostředků:	14 639 169 081
Nejnižší výnos % p. a.:	- 0,420
Průměrný výnos % p. a.:	- 0,354
Nejvyšší výnos % p. a.:	- 0,291

Hrubá jmenovitá hodnota dluhopisů 96. emise pro rok 2015 činila 59 670 540 000 Kč. Tato částka však nereprezentuje sumu, kterou získala Česká republika emisí těchto dluhopisů, a to zejména kvůli záporným úrokovým výnosům. Objem získaných finančních prostředků je roven 60 037 910 780,4 Kč, kdy mimořádný výnos činil 367 370 780,4 Kč.

1.6.1 Primární trh dluhopisů emitovaných Českou republikou

K 04. 01. 2016 jsou Ministerstvem financí označeny jako primární dealeři následující subjekty (<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/primarni-dealeri/seznam-dealeru>):

- Citibank Europe plc
- Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a. s.
- Bank NV / Československá obchodní banka, a. s.
- Deutsche Bank AG
- Goldman Sachs International
- HSBC Bank plc
- ING Bank N. V.
- J. P. Morgan Securities plc
- Morgan Stanley & Co International PLC
- Société Générale / Komerční banka, a. s.
- PPF banka, a. s.
- UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a. s.

1.6.2 Záporné úroky státních dluhopisů ve světě

Fenomén státních dluhopisů se záporným úrokem lze pozorovat plošně ve světě.

Japonsko

Kevin Buckland a Shigeki Nozawa ve svém článku „*Japan Sells 10-Year Bonds at Negative Yield For the First Time*“ (<http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-29/japan-may-get-paid-to-borrow-for-10-years-as-yields-below-zero-il8451ti>) informují o emisi 10letých dluhopisů v Japonsku, které byly zakoupeny se záporným výnosem. Celkový objem této emise byl 19,5 miliard dolarů (což činí přibližně 461,8 miliard českých korun), při průměrném deklarovaném výnosu – 0,024 % p. s., kdy k emisi došlo 29. ledna roku 2016.

Švýcarsko

Myles Udland ve svém článku „*IT'S OFFICIAL: You have to pay the Swiss government to take your money for the next 10 years*“ (<http://www.businessinsider.com/switzerland-issues-negative-yield-bonds-2015-4>) popisuje emisi 10letých dluhopisů v hodnotě 377,9 milionů švýcarských franků (což činí přibližně 9,383 miliard českých korun). Průměrný výnos těchto dluhopisů se zakotvil na – 0,055 % p. s., kdy k emisi mělo dojít 5. dubna 2016.

Německo

Emese Bartha a Ben Edwards v článku s názvem „*Germany Sells Five-Year Debt at Negative Yield for First Time on Record*“ (<http://www.wsj.com/articles/germany-sells-five-year-debt-at-negative-yield-for-first-time-on-record-1424871074>) popisují emisi německých dluhopisů, které mají 5letou splatnost. Celková emise byla realizována v částce 3,28 miliard euro (což činí přibližně 88,59 miliard českých korun), s průměrným výnosem – 0,08 p. s., kdy k emisi došlo 24. února 2015.

Uvedené příklady slouží pouze informativně, protože od emise některých těchto dluhopisů uplynula určitá doba a mohlo dojít k dalším emisím podobného charakteru. Emisemi dluhopisů však výskyt negativních výnosů nekončí. K dalšímu obchodování a následnému přesunu k negativním hodnotám dochází i na sekundárních trzích. Několik následujících příkladů se pokusí nastínit tento fakt:

Švédsko

Sveriges Riksbank coby centrální banka Švédska uvádí data vývoje 2letých státních švédských dluhopisů na svých webových stránkách (<http://www.riksbank.se>). Následující graf ilustruje tato data mezi rokem 2008 až dubnem roku 2016.

Graf 2 Vývoj 2letých Švédských dluhopisů



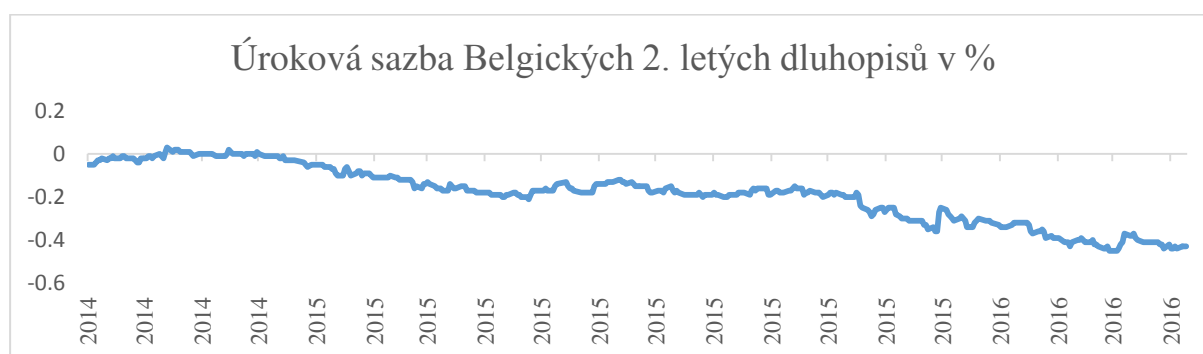
Zdroj: <http://www.riksbank.se> a vlastní zpracování

Uvedený graf indikuje překlenutí z kladných úrokových sazeb k sazbám negativním na konci roku 2014 a na začátku roku 2015. V dubnu roku 2016 se sazba švédských 2letých dluhopisů pohybovala kolem $-0,43\%$ p. a. Celkový vývoj od začátku roku 2016 až do poloviny dubna téhož roku je uveden v Příloze 1.

Belgie

Belgická centrální banka National Bank of Belgium uvádí na svých webových stránkách (<http://www.nbb.be>) data týkající se belgických 2letých státních dluhopisů a jejich vývoje, které jsou demonstrovány v následujícím grafu. Tento graf zachycuje vývoj od září roku 2008 až po duben roku 2016.

Graf 3 Vývoj 2letých belgických dluhopisů



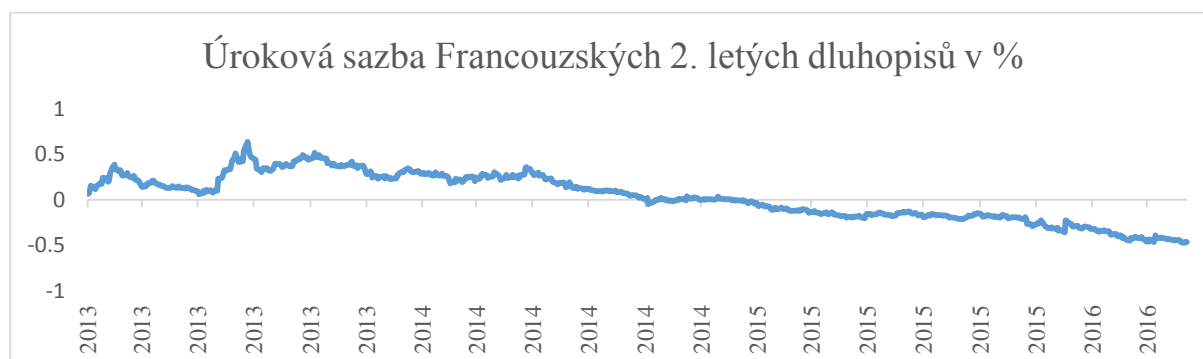
Zdroj: <http://www.nbb.be> a vlastní zpracování

Na uvedených datech je možné pozorovat kontinuální klesání průměrných úrokových sazeb 2letých belgických dluhopisů. Z posledních dat lze vyčíst, že v polovině dubna roku 2016 se tyto úrokové sazby pohybovaly kolem $-0,43\%$ p. a. Celkový vývoj od začátku roku 2016 až do poloviny dubna téhož roku je uveden v Příloze 2.

Francie

Francouzská centrální banka Banque de France uvádí na svých na webových stránkách (<https://www.banque-france.fr>) data o vývoji francouzských 2letých dluhopisů, kdy tato data popisují vývoj úrokové míry spojené s těmito dluhopisy. Následující graf zachycuje vývoj od roku 2013 do dubna roku 2016.

Graf 4 Vývoj 2letých francouzských dluhopisů



Zdroj: <https://www.banque-france.fr> a vlastní zpracování

Podobně jako u příkladu švédských a belgických 2letých dluhopisů je možné pozorovat výrazný posun k negativním hodnotám na přelomu roku 2014 a 2015. V dubnu roku 2016 se úrokové míry těchto dluhopisů pohybují kolem $-0,46\%$ p. a.

Vývoj francouzských 2letých dluhopisů od začátku roku 2016 až do poloviny dubna téhož roku je zachycen v Příloze 3

Uvedené příklady jasně demonstrují trend záporného úročení 2letých státních dluhopisů v některých zemích Evropy. Tento trend však není spjat pouze s dluhopisy splatnými za 2 roky. Následující krátký přehled nastiňuje další příklady negativního úročení dluhopisů s odlišnou než 2letou splatností. Úrokové míry uvedené jednotlivými centrálními bankami jsou průměrem na sekundárním trhu:

- Banque de France na svých stránkách (<https://www.banque-france.fr>, 2016) uvádí, že průměrný úrok francouzských státních 5letých dluhopisů se v polovině dubna 2016 pohyboval kolem $-0,24\%$ p. a.;
- Ministry of Finance Japan na svých stránkách (<http://www.mof.go.jp>, 2016) uvádí, že průměrný úrok japonských státních 4letých dluhopisů se v polovině dubna pohyboval kolem $-0,23\%$ p. a.;
- Deutsche Bundesbank na svých stránkách (<https://www.bundesbank.de>, 2016) uvádí, že průměrný úrok německých státních 5letých dluhopisů se v polovině dubna 2016 pohyboval kolem $-0,39\%$ p. a.;
- Bank of Finland na svých stránkách (<http://www.suomenpankki.fi>, 2016) uvádí, že průměrný úrok finských státních 5letých dluhopisů se v polovině dubna roku 2016 pohyboval kolem $-0,27\%$ p. a.;
- National Bank of Belgium uvádí na svých stránkách (<http://www.nbb.be>, 2016), že průměrný úrok belgických státních 4letých dluhopisů se v polovině dubna roku 2016 pohyboval kolem $-0,32\%$ p. a.

Pokles výnosů a úrokových měr, který signalizují uvedené příklady, je evidentním trendem zejména států Evropy. Příkladem mimoevropského rázu může být uvedené Japonsko, ale následujících několik měsíců či let skrývá velmi reálnou možnost globálního trendu tímto směrem. Několik možných příčin orientujících se zejména na emisi dluhopisů České republiky je uvedeno v následujících subkapitolách, ačkoliv je patrné, že nejsou vždy exkluzivní pouze pro ni.

Scott A. Mather ve svém článku (<http://europe.pimco.com/EN/Insights/Pages/Why-the-Bond-Market-Is-Yielding-Negative-and-What-Negative-Yields-Mean-for-You.aspx>) popisuje tyto důvody, proč dochází k obchodování a nakupování dluhopisů se záporným úrokem:

- aktivní monetární politika evropských států směřující k oživení ekonomiky. Snižováním výnosů jsou investoři nuceni směřovat svoje finanční prostředky do korporátních dluhopisů a podpořit tím trh jako celek;
- investoři mohou očekávat deflační vývoj, případně zpomalení ekonomiky, následné bankroty podniků a zvýšení případné rizikovosti držení cenných papírů těchto podniků. Záporný úrok může být vnímán jako poplatek za pojištění si nízké rizikovosti a likvidity;
- někteří velcí investoři mohou držet státní dluhopisy ze strategických důvodů. Jejich hodnocení v benchmarkingu by mohlo být zkomplikováno bez držení dostatečného objemu státních dluhopisů;
- investoři mohou spekulovat ještě větší pokles úrokové míry dluhopisů a prodat dluhopisy, které drží na sekundárním trhu se ziskem.

1.6.3 Faktory ovlivňující emisi českých dluhopisů se záporným úrokem

Ačkoliv globální či evropské podmínky mohou korelovat s podmínkami nebo určitými faktory ovlivňujícími možnost emise českých státních dluhopisů se záporným úročením, nemusí být naprosto totožné.

Zpráva o řízení státního dluhu zpracovaná Ministerstvem financí České republiky nabízí několik možných důvodů, které ovlivnily emisi řečených dluhopisů. V několika následujících bodech budou tyto důvody shrnuty:

- zpráva o řízení státního dluhu (2015, s. 10) popisuje kladné vnímání České republiky na tuzemských i zahraničních finančních trzích. Toto vnímání jako celek je potvrzeno vysokými ratingovými hodnoceními České republiky;
- zpráva o řízení státního dluhu (2015, s. 17) dále zdůvodňuje vnímání českých dluhopisů jako bezrizikových na základě stabilní fiskální politiky a konzervativního přístupu k řízení státního dluhu, kdy tyto faktory zvyšují celkovou poptávku českých dluhopisů;
- zpráva o řízení státního dluhu (2015, s. 17) dále upozorňuje a popisuje pozitivní vnímání České republiky finančním trhem na základě vývoje trhu swapů úvěrového selhání;
- zpráva o řízení státního dluhu (2015, s. 18) zmiňuje také program Evropské centrální banky zaměřený na refinancování. Evropská centrální banka svým programem nákupu aktiv (státních dluhopisů a nadnárodních institucí) a tlakem na snižování úrokových měr znatelně ovlivňuje finanční trh. Konání Evropské centrální banky je definováno jejím programem kvantitativního uvolňování a snahou oživení ekonomiky;
- zpráva o řízení státního dluhu (2015, s. 18) také informuje o globálním přebytku likvidity a následném hledání využití této likvidity. Případné vyhnutí se negativnímu úročení zůstatků na účtech v eurech je dalším silným motivátorem pro investory alokovat své zdroje v investičních instrumentech;
- zpráva o řízení státního dluhu (2015, s. 19) za další vstupující faktor označuje jednostranný závazek České národní banky. Tento závazek kladně ovlivňuje případné riziko.

Pan Ing. Vladimír Zahrádka ve své odpovědi (Příloha 4) na dotaz týkající se faktorů ovlivňujících podmínky vydání českých státních dluhopisů odpovídá v souladu se zmíněnou Zprávou o řízení státního dluhu.

Stejně jako Zpráva o řízení státního dluhu pan Ing. Zahrádka píše, že do rovnice podmínek vstupuje mnoho faktorů. Prvně zmiňuje vysokou důvěru investorů, které je ovlivněna zejména zdravými ekonomickými fundamenty České republiky a důvěryhodnou fiskální politikou státu. Ta je pozitivně vnímána především díky efektivnímu řízení státního dluhu a dostatečné likviditě státní pokladny. V neposlední řadě také potvrzuje investory pozitivně vnímaný jednostranný závazek České národní banky, který minimalizuje kurzové riziko.

Z uvedeného výčtu vyplývá, že odpověď na otázku důvodů emise českých státních dluhopisů se záporným úrokem je značně komplikovaná. Zpráva o řízení státního dluhu nicméně popisuje zejména objektivní a nejpravděpodobnější důvody, které ovlivnily uvažování investorů, a proto uvedené informace jsou nejlépe použitelné pro ilustraci modelového investora. Důvody a potřeby nákupu zkoumaných dluhopisů se však mohou lišit investor od investora, a je tedy nutno vzít v potaz, že do rozhodování při koupi dluhopisů se záporným úročením mohou vstoupit i individuální faktory jejich zájemců.

1.6.4 Jednotlivé faktory ovlivňující české státní dluhopisy

Některé v předchozí subkapitole uvedené faktory a důvody, které vedly k emisi českých státních dluhopisů se záporným úrokem, budou nyní rozebrány podrobněji.

Ratingové hodnocení České republiky

Ratingové agentury jsou bez pochyb důležitým zdrojem informací pro investory a subjekty pohybující se na trhu. Pro celistvé ratingové ohodnocení České republiky bude uvedeno hodnocení z několika všeobecně známých agentur. Tyto následující agentury budou brány v potaz:

- Moody's Investors Service;
- Standard & Poor's;
- Fitch Ratings;
- Japan Credit Rating Agency;
- Rating and Investment Information.

Moody's Investors Service

Zdroj <https://www.moodys.com> (2016)

Hodnocení: A1

Zdroj uvádí, že hodnocení A1 odpovídá vyššímu střednímu subjektu, který je málo rizikový. Jeho schopnost splnit závazek je tedy velmi vysoká a riziko malé. Číslovka 1 je přiřazena na základně škály 1 až 3, kdy každá skupina (Aaa, Aa, Baa, atd.) kromě svého základního zařazení drží jednu z uvedených číslic. Čím nižší číslice je, tím je lepší hodnocení.

Standard & Poor's

Zdroj <https://www.standardandpoors.com> (2016)

Hodnocení: AA

Zdroj hodnocení AA popisuje jako druhé nejvyšší hodnocení, které uděluje. Subjekt s tímto hodnocením je vysoce důvěryhodný ve svém závazku splnění své povinnosti k věřitelům. Od nejvyššího hodnocení, které zdroj uděluje (AAA), je hodnocení AA odlišné pouze malou měrou.

Fitch Ratings

Zdroj: <https://www.fitchratings.com> (2016)

Hodnocení: AA-

Zdroj uvádí, že hodnocení AA lze považovat za druhé nejvyšší možné hodnocení. Znaménko mínus symbolizuje lehké negativní odchýlení od uděleného ratingu.

Japan Credit Rating Agency

Zdroj: <http://www.jcr.co.jp> (2016)

Hodnocení: AA-

Zdroj hodnocení AA- definuje subjekt, který je považován ze velmi vysoce spolehlivý. Hodnocení AA je druhým nejvyšším hodnocením (nejvyšší hodnocení odpovídá značení AAA), kdy znaménko mínus je přiřazeno jako lehký negativní odkv od hodnocení.

Rating and Investment Information

Zdroj <https://www.r-i.co.jp> (2016)

Hodnocení:

AA-

Zdroj toto hodnocení popisuje jako velmi vysokou schopnost hodnoceného subjektu splatit své závazky. Tato schopnost dostát svému závazku je podpořena souhrnem několika faktorů, které dosahují excelentních výsledků. Znaménko mínus symbolizuje lehké negativní odklonění od standardního hodnocení.

Z uvedených ratingových hodnocení je možné vyzorovat kladný pohled na stabilitu a také důvěryhodnost České republiky. Všechny zkoumané ratingové agentury udělily své druhé nejlepší hodnocení, které bylo třikrát jemně negativně odchýleno symbolem mínusu. Pokud tedy investor při svém zjišťování stability do svého uvažování zahrnuje hodnocení udělené ratingovými agenturami, měl by dospět k názoru, že Česká republika je bezproblémový subjekt s velmi nízkým rizikem nesplnění svého závazku.

Pro zasazení do kontextu bude nyní představena tabulka, ve které je uvedeno ratingové hodnocení několika dalších států. Těmito státy budou Německo, Slovensko, Rakousko, Polsko a Maďarsko. Tyto státy byly vybrány na základě jejich geografické polohy, která koresponduje s polohou České republiky.

Tabulka 4 Ratingové hodnocení státu v blízkosti České republiky

Země / Ratingová agentura	Moody's Investors Service	Standard & Poor's	Fitch Ratings
Spolková republika Německo	Aaa	AAA	AAA
Polská republika	A2	BBB+	A-
Slovenská republika	A2	A+	A+
Rakouská republika	Aaa	AA+	AA+
Maďarská republika	Ba1	BB+	BB+
Česká republika	A1	AA	AA-

Zdroj: Moody's Investors Service, Standard & Poor's, Fitch Ratings (2015) a vlastní zpracování

Z komparace vyplývá, že Českou republiku lze považovat v jejím geografickém okolí za jeden z nejlépe hodnocených subjektů. Německo coby ekonomický leader drží nejvyšší možný rating, ale jako jediný další subjekt lépe hodnocený než Česká republika je Rakousko. Při porovnání s ostatními v tabulce uvedenými státy je Česká republika hodnocena jako nejstabilnější a nejdůvěryhodnější.

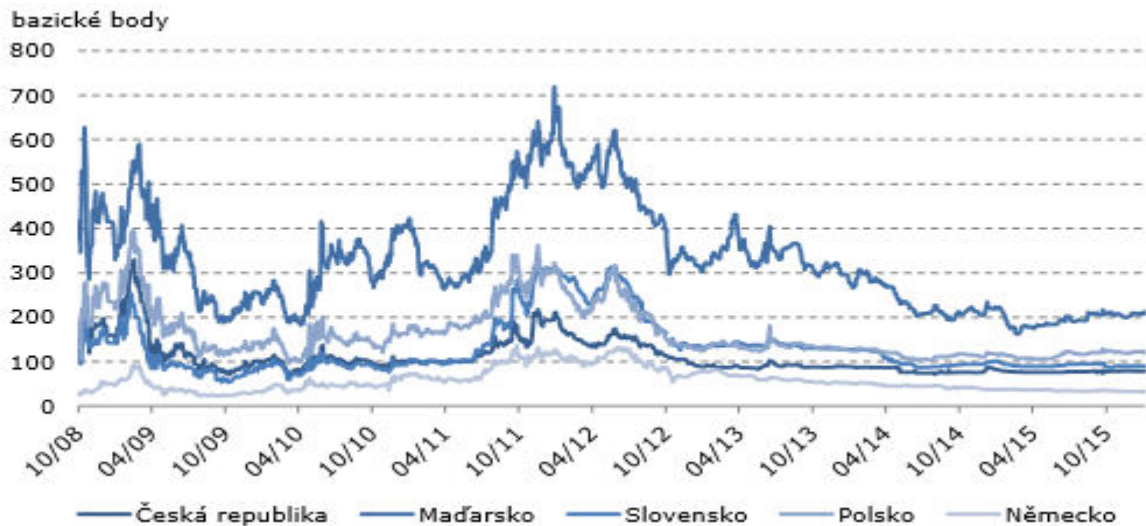
Hodnocení ratingových agentur je používáno trhem po dlouhá léta a je chápáno jako kumulativní argument pro posouzení rizikovosti investice. Ačkoliv tak velké útvary, jakými jsou státy, se mohou jevit i při horším hodnocení jako bezrizikové, investor se v kontextu nedávné globální ekonomické a následně řecké krize nemusí tímto faktem cítit pojištěn. I díky tomu by se Česká republika při svém výborném ratingovém ohodnocení mohla stát pro investora sázkou na jistotu.

V Příloze 5 je uveden celkový výpis hodnocení, které ratingové agentury udělují.

Trh swapového selhání

Zpráva o řízení státního dluhu (2015, s. 17) ilustruje vnímání České republiky jako důvěryhodného investora na základě dat z trhu swapového úvěrového selhání. Zpráva o řízení státního dluhu nabízí následující graf pro ilustraci vývoje prémie u swapového selhání:

Graf 5 Prémie u swapového selhání (10 let)



Zdroj: Zpráva o řízení státního dluhu (2015, s. 17), kdy jako zdroj dat je uveden Thomson Reuters

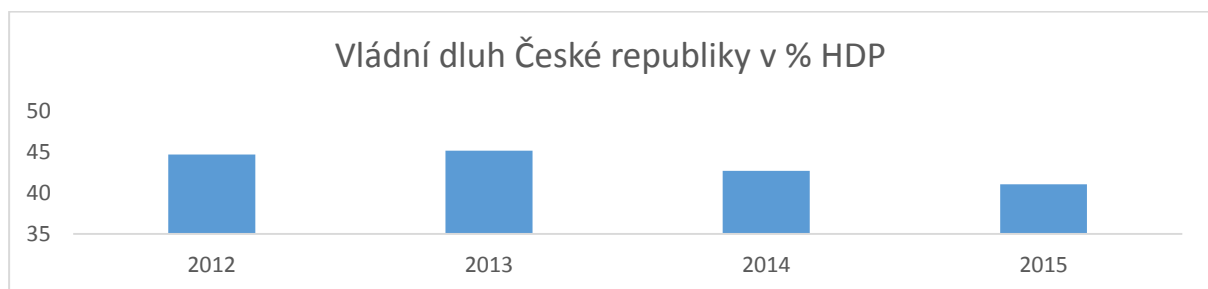
Z grafu je patrné, že prémie placená na trhu swapového selhání je pro Českou republiku velmi nízká a pohybuje se kolem sta bazických bodů. Investor, který si tímto způsobem pojistí svou investici, nemusí vynakládat velký objem ze svého výnosu, aby pokryl riziko.

Považovat data z trhu swapového selhání za ukazatel stability daného subjektu nemusí být nutně nejlepší způsob, jak určit riziko své investice. Na druhou stranu lze tato data vnímat jako akumulované rozhodnutí účastníků trhu podstoupit riziko, a to průměrně pouze za 100 bazických bodů. Už jenom tento fakt by měl reflektovat, že trh pokládá Českou republiku za bezrizikového dlužníka.

Státní dluh České republiky

Fiskální politika státu jistě nejde shrnout pouze na základě toho, kolik stát jako subjekt celkově dluží. Takové zjednodušení je naprosto neodpovídající skutečnosti, ale samotný ukazatel zadluženosti vůči HDP státu může být pro investora signálem stability tohoto státu. Následující graf nastiňuje zmiňovaný vývoj státního dluhu České republiky vůči jejímu HDP od roku 2012 do roku 2015.

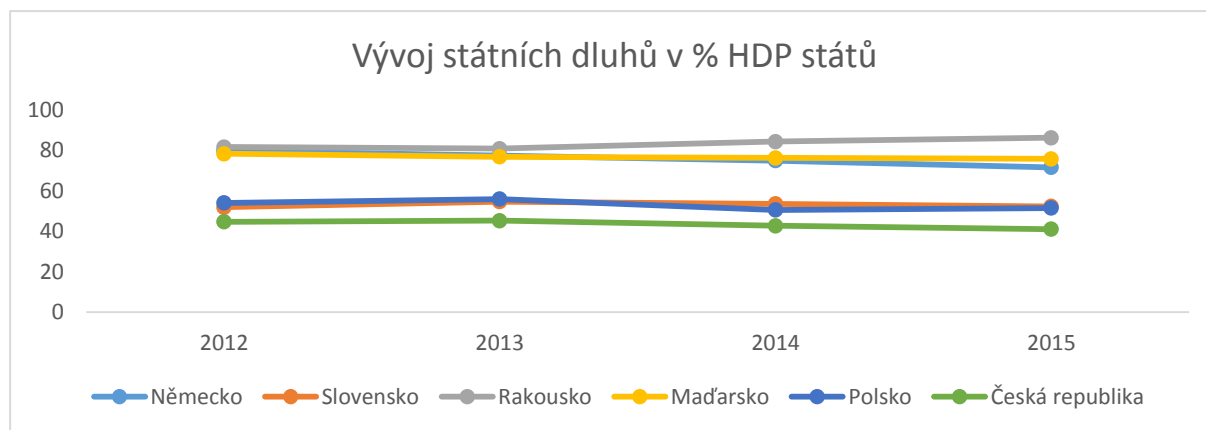
Graf 6 Vývoj státního dluhu České republiky v % jejího HDP



Zdroj: Český statistický úřad (2016) a vlastní zpracování

Z uvedeného grafu vyplývá, že v roce 2015 se státní dluh České republiky pohyboval na úrovni 41 % jejího HDP. Tento údaj samotný nemusí být nejlepším ukazatelem pro investora, pokud nemá celkový přehled o zadlužení jednotlivých států například v Evropě. Co však může za tohoto stavu posoudit, je fakt, že dluh České republiky splňuje výši dluhu stanovenou všeobecně známými Maastrichtskými kritérii (60 % HDP). Pro komplexní pochopení a následné zhodnocení budou představeny vývoje státních dluhů vůči jejich HDP několika dalších států. Jmenovitě se bude opět jednat o Německo, Slovensko, Rakousko, Polsko a Maďarsko.

Graf 7 Vývoj státních dluhů v procentech HDP pro uvedené státy



Zdroj: Český statistický úřad (2016), <http://www.tradingeconomics.com/> a vlastní zpracování

Při porovnání dluhu České republiky vůči ostatním státům v jejím okolí je možné vidět, že nejmenší míru zadlužení má právě Česká republika. Tento faktor může být pozitivně vnímán investory a může signalizovat Zprávou o vývoji státního dluhu (2015) deklarovaný konzervativní přístup k řízení státního dluhu. Za zmínku jistě stojí fakt, že kromě Rakouska je možné pozorovat klesající tendenci vývoje státních dluhů vůči HDP států. Tento faktor by mohl investorovi deklarovat postupnou stabilizaci ekonomik v tomto regionu a nízkou pravděpodobnost bankrotu zmíněných států.

Vývoj HDP České republiky

Jedním z posledních ukazatelů, který bude v této subkapitole uveden, je vývoj hrubého domácího produktu České republiky. Stabilní roční nárůst HDP zpravidla indikuje zdravou ekonomiku, které má potenciál k celkovému růstu a prosperitě. Český statistický úřad nabízí následující data týkající se vývoje HDP České republiky:

- v roce 2012 HDP = 4 041 610 mil. Kč;
- v roce 2013 HDP = 4 077 109 mil. Kč;
- v roce 2014 HDP = 4 260 886 mil. Kč;
- v roce 2015 HDP = 4 472 324 mil. Kč.

Český statistický úřad také podává informaci, že meziroční nárůst HDP byl v roce 2015 oproti roku předcházejícímu roven 4,3 %. Mezi kvartální nárůst však začal ke konci roku stagnovat a jeho vývoj v roce 2016 je tedy otázkou. Nárůst v roce 2015 měl být nárůstem nejvyšším za posledních 8 let a byl tažen zejména domácí poptávkou a zahraničním obchodem.

Stabilní růst HDP by měl signalizovat stabilní ekonomiku a uvedená data tomu nasvědčují. Stagnace růstu na konci roku 2015 však může být předzvěstí zpomalení tohoto růstu.

Kvantitativní uvolňování Evropské centrální banky

Evropská centrální banka na svých stránkách (<https://www.ecb.europa.eu>, 2016) popisuje svůj program nakupování aktiv jako nástroj pro ovlivnění inflace. V eurozóně se dlouhodobě drží nízká inflace a ECB (Evropská centrální banka) se tímto krokem pokouší tento fakt zvrátit. Program nákupu aktiv byl navýšen na 80 miliard euro měsíčně. ECB dále povoluje centrálním bankám zemí eurozóny nakupovat i takové dluhové instrumenty, které mají záporný výnos. Zároveň však stanovuje podmínku, že takový instrument nesmí mít záporný výnos nižší než depozitní úroková sazba (ta byla k dubnu 2016 – 0,40 %). V rámci programu PSPP (Public Sector Purchase Programme) ECB koordinuje nákup dluhových instrumentů na sekundárním trhu, kdy tyto instrumenty mají mít původ ve státech eurozóny. Následujících několik bodů nastiňuje objem nakoupených aktiv v miliardách euro. Jako největší zástupci těchto nákupů jsou uvedeny následující země (k dubnu 2016):

• Německo (23,4 %)	152 823 miliard euro;
• Francie (18,6 %)	121 578 miliard euro;
• Itálie (16 %)	104 796 miliard euro;
• Španělsko (11,5 %)	75 160 miliard euro;
• Celkem všechny státy (100 %)	654 303 miliard euro.

Tento program, který má mít trvání až do první poloviny roku 2017, je evidentním zásahem do trhu. Cílem ECB není nalézt a nakoupit taková aktiva, která ponese výnos v řádu jednotek či desítek procent, ale raději oživit ekonomiku v Evropě a dosáhnout zmíněného zvýšení inflace. Její zásah na sekundárních trzích (kdy jednou ze zásad programu je nákup mimo primární trh, tedy na trhu sekundárním) ovlivňuje cenu dluhopisů a jejich výnos. I díky tomu se její kvantitativní uvolňování řadí jako jeden z faktorů umožňujících emise dluhopisů s negativním úročením.

1.7 Důvody a klady pořízení dluhopisů se záporným úrokem

V předchozí subkapitole uvedené faktory a důvody ovlivňující možnost emise státních dluhopisů byly popsány zejména z pohledu emitenta (České republiky). Tato část práce se však zaměří na možné důvody, které přesvědčují investora o koupi dluhopisů se záporným úrokem vydaných Českou republikou a které nejsou spojeny z faktorem rizika.

V zásadě se může jednat o důvody tři. Jedním z nich je deflace. Za předpokladu, že investor chce pokrýt svojí investicí budoucí inflaci, musí investovat takovým způsobem, aby se budoucí inflace vyjádřená v procentech rovnala zisku plynoucímu z investice. Ovšem v případě, kdy inflace přejde v deflaci, jeho finanční prostředky uložené v dluhopisech se záporným úrokem nemusí nutně reálně klesat na hodnotě. Případná deflace pokryje jeho výnosovou ztrátu a kupní síla jeho prostředků tak zůstane na úrovni před investicí.

Dalším důvodem může být fakt, že investorovy prostředky uložené na jeho účtu jsou úročeny záporným úrokem. Za předpokladu, že takto uložené prostředky ztrácejí na hodnotě více, než kdyby je investoval například do státních dluhopisů se záporným úrokem, je taková investice vítanou alternativou.

Třetím důvodem může být spekulace na vývoj české koruny. Intervence České národní banky drží korunu na dlouhodobě stejné úrovni vůči euru. Investor může tedy spekulovat, že až tyto intervence skončí, koruna posílí a za předpokladu, že za účelem koupě českých dluhopisů měnil eura za koruny, na tomto vývoji reálně vydělá.

Tyto důvody platí zejména pro subjekty, které nemohou peníze takzvaně „schovat pod matraci“.

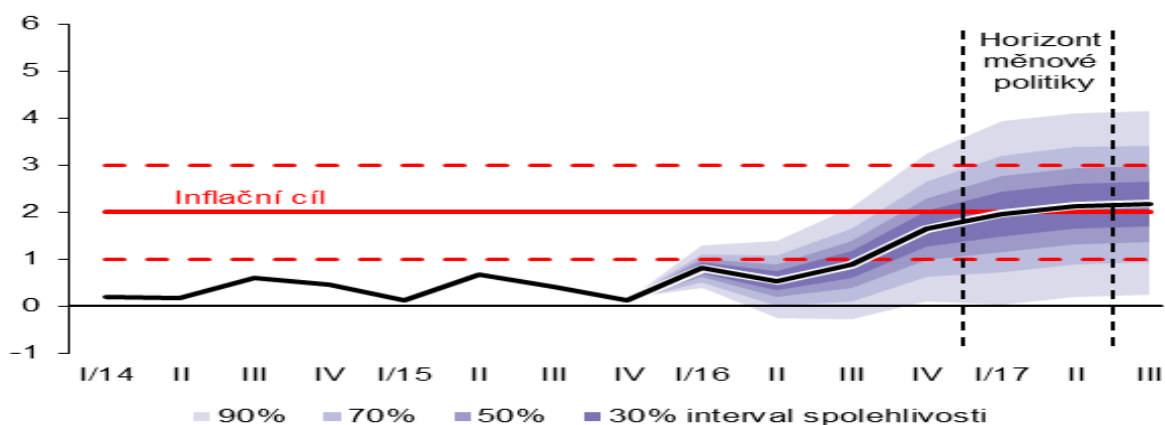
1.7.1 Deflace v kontextu investice

Při pohledu na deflaci je nutné rozdělit investory na ty, kteří drží svůj kapitál v české měně, v euru nebo v jiných měnách. Ačkoliv je vývoj inflace v České republice silně spojen s vývojem v Evropě a v eurozóně jako celku, České národní bance stále zůstávají nástroje pro minimálně částečné ovlivnění tuzemských faktorů, které inflaci podporují. Investor očekávající deflaci v eurozóně nemusí automaticky spoléhat na deflaci v České republice. Na následujících řádcích bude představena prognóza a cílování inflace tak, jak je představuje ČNB a ECB.

Prognóza ČNB

Česká národní banka na svých stránkách (<https://www.cnb.cz>) deklaruje svůj inflační cíl 2 %, kdy dolní mez tohoto cíle je 1 %. Pro rok 2016 se prognóza pohybuje v 90 % intervalu spolehlivosti mezi deflací činící 0 % až -0,3 % a inflací 1,3 % až 3,2 %. Ačkoliv by se na první pohled mohlo zdát, že s inflačním cílem 2 % by se mohla reálná inflace skutečně zvýšit, je nutné upozornit, že Česká národní banka nebyla dlouhodobě schopna svého cíle dosáhnout. Následující graf ilustruje inflační vývoj České republiky a zároveň graficky znázorněnou výše uvedenou inflační prognózu:

Graf 8 Prognóza inflace na horizontu měnové politiky



Zdroj: ČNB (2016)

Z grafu je na první pohled možné vyčíst, že inflace se dlouhodobě udržuje pod cílem, který Česká národní banka stanovila. Již z tohoto faktu je nutné odvodit, že za předpokladu, kdy samotní experti centrální banky nejsou dlouhodobě schopni inflaci dostat na vytyčený cíl, nemusí být nutně v investorových silách říci, jestli skutečně vývoj povede k inflaci. Možnost deflace tedy skutečně zůstává reálnou variantou vývoje a jedině čas ukáže, jestli tato varianta bude mít nějakou váhu. (Inflace v prvním kvartálu roku 2016 byla 0,4 %).

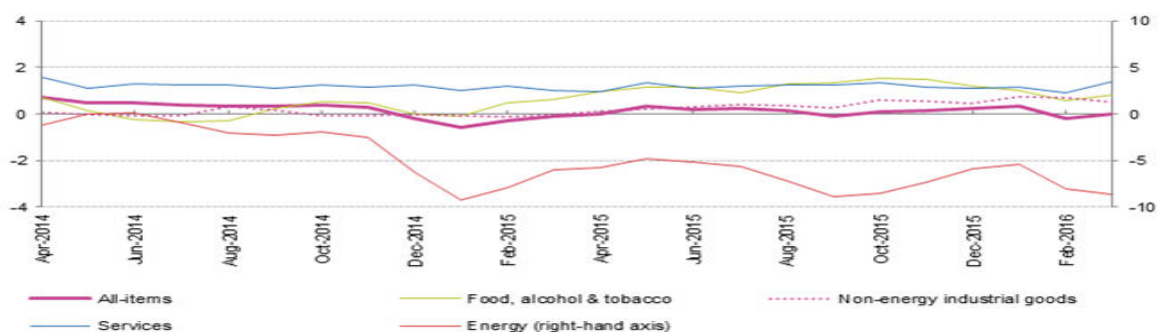
Prognóza ECB

Evropská centrální banka na svých stránkách (<https://www.ecb.europa.eu>, 2016) pro druhý kvartál roku 2016 predikuje inflaci na úrovni 0,3 %. Následně pro rok 2017 se má dle ECB inflace přesunout na hodnotu 1,3 %. Dlouhodobý inflační cíl, který ECB stanovila, se má pohybovat pod 2 %, kdy nemá tuto hranici překročit a v nejlepším případě se má pohybovat lehce pod ní.

Eurostat (<http://ec.europa.eu/eurostat>) však nabízí retrospektivně odlišný pohled. V prvním kvartálu roku 2016 došlo k deflaci v hodnotě 0,2 %. Největší položkou, která zapříčiňovala tento stav, byla klesající cena energií, zejména cena ropy.

Eurostat také nabízí následující graf, který se skládá z inflačního vývoje a vývoje jednotlivých komponentů, které inflaci udávají:

Graf 9 Inflace v eurozóně a její hlavní komponenty



Zdroj: Eurostat (2016)

Na základě uvedeného grafu je patrné, že inflace v eurozóně se dlouhodobě drží kolem 0 % s jemnými deflačními výkyvy. Další možný deflační vývoj se na tomto základě tedy nemusí zdát jako nereálný a investor by k tomuto faktu měl přihlížet.

1.7.2 Záporné úročení investorových vkladů

Možná největším motivátorem pro investování do dluhopisů se záporným úrokem jsou záporné úroky pro vklady u některých bank. Tento nestandardní jev je možné pozorovat u několika bankovních subjektů a svojí podstatou značně zasahuje do ekonomiky. Na následujících řádcích budou představeny banky, které sáhly k politice negativního úročení depozit, které u nich subjekty uloží (jedná se tedy o částky přesahující zákonem stanovené rezervy, které banky musí mít uloženy).

The Swiss National Bank

Švýcarská centrální banka v dokumentu, který publikovala za účelem informování o zavedení negativních depozitních sazeb (Instruction sheet governing negative interest on sight deposit account balances, 2016) píše, že přistoupila na záporné úročení, které mělo dosahovat v lednu roku 2015 – 0,75 % p. a. (aktuální záporný úrok k dubnu 2016 je – 0,73 % p. a.). Dále na svých stránkách (<http://www.snb.ch>) uvádí, že úročení depozitních vkladů dlouhodobě dosahuje velmi nízkých hodnot (od roku 2012 0 % p. a.). Tyto podmínky se vztahují na vklady přijaté ve švýcarských francích.

Danmarks Nationalbank

Dánská centrální banka na svých stránkách (<http://www.nationalbanken.dk>, 2016) uvádí, že k dubnu roku 2016 úročí depozitní vklady na úrovni – 0,65 % p. a. pro subjekty, které si u ní chtějí uložit finanční prostředky. Dále uvádí, že vývoj tohoto úročení nabyt největší změny mezi roky 2009 a 2010. Z původních 5 % p. a. se úročení depozit přesunulo na hranici 1 % p. a. a od roku 2012 k propadu do negativních hodnot. Po mírné oscilaci mezi roky 2014 až 2015 se sazba posunula na aktuálních – 0,65 % p. a. a její následující vývoj bude ovlivněn budoucími faktory.

Riksbank

Švédská centrální banka na svých stránkách (<http://www.riksbank.se>, 2016) uvádí svoji aktuální úrokovou sazbu pro úročení depozit v hodnotě $-0,5\%$ p. a., kdy tato sazba odpovídá kontinuálnímu poklesu od roku 2012. Tento vývoj systematicky postupoval směrem k negativním hodnotám, které byly následně dosaženy na začátku roku 2015.

Bank of Japan

Japonská centrální banka nabízí na svých stránkách (<https://www.boj.or.jp>, 2016) data, která sdělují, že na začátku roku 2016 přistoupila k zápornému úročení depozit. Na začátku roku 2016 se Bank of Japan rozhodla přistoupit k negativnímu úročení $-0,1\%$ p. a., kterému předcházelo dlouholeté úročení na úrovni 0% . Tato nulová úroveň byla stanovena mezi rokem 2010 až 2011 a trvala až do uvedeného roku 2016, kdy úročení přešlo do negativních čísel.

Evropská centrální banka

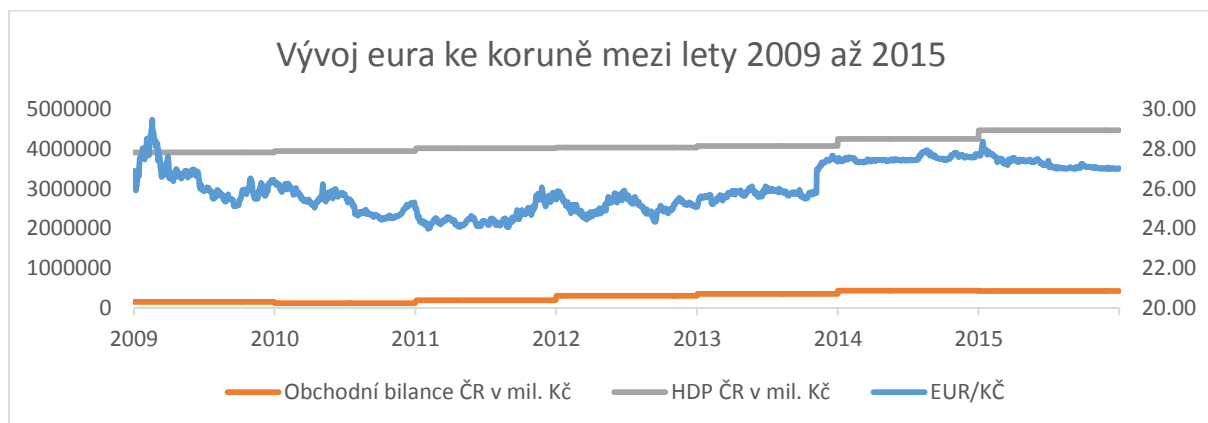
ECB coby centrální banka eurozóny uvádí na svých stránkách (<https://www.ecb.europa.eu>, 2016), že k dubnu roku 2016 se její úročení depozit ustálilo na hranici $-0,4\%$ p. a., což kopíruje klesající tendenci, kterou toto úročení mělo. Nulové úročení v roce 2012 se postupně posouvalo od záporné desetiny procenta v roce 2014 až po současný stav.

Za předpokladu, že subjekt využívá služeb uvedených bank ve smyslu uložení svých finančních prostředků, jsou tyto prostředky znehodnocovány příslušným negativním úročením. V případě, že investor chce svoji likviditu uchránit těchto negativních vlivů, může zvolit de facto menší zlo a investovat tyto prostředky do bezrizikových státních dluhopisů, jejichž negativní úročení je výhodnější než sazby nabízené bankovními institucemi.

1.7.3 Vývoj kurzu české koruny jako investorova příležitost

Předchozí uvedené důvody, případně klady, které mohou motivovat investora nakoupit státní dluhopisy se záporným úročením, byly uvedeny zejména ve smyslu pokrytí investorových ztrát v případě alternativního využití jeho prostředků. České státní dluhopisy ovšem skrývají specifický potenciál. Tímto potenciálem je konec intervencí ČNB a posílení koruny vůči euru a dalším měnám. Reálně tedy investor využívající jinou měnu než českou korunu může po uplynutí doby splatnosti korunových českých státních dluhopisů získat výnos, který je tvořen rozdílem koruny za intervencí a po jejich skončení. Následující graf představuje vývoj kurzu eura ke koruně v kontextu vývoje obchodní bilance a HDP České republiky v mil. Kč:

Graf 10 Vývoj kurzu eura ke koruně



Zdroj: Český statistický úřad (2016) a vlastní zpracování

Z grafu 9 vyplývá, že koruna oscilovala na úrovni 24 až 26 korun za euro mezi roky 2009 až 2013. Náhlou změnu lze pozorovat na konci roku 2013, kdy ČNB přistoupila k intervencím.

ČNB na svých stránkách (<https://www.cnb.cz>, 2016) deklaruje trvání intervencí až do roku 2017. Dále také deklaruje, že udrží do tohoto data kurz na úrovni 27 Kč za euro. Reálná síla české koruny je tedy až do roku 2017 otázkou. Za předpokladu, že při skončení intervencí koruna posílí, má investor reálnou šanci při zpětné výměně korun (které se mu vrátí ze státních dluhopisů) za eura realizovat kurzový zisk.

1.8 Rizika a negativa pořízení dluhopisů se záporným úrokem

Ze subkapitoly zabývající se zhodnocením rizika ve smyslu důvěryhodnosti věřitele, kterým je v tomto případě Česká republika, vyplývá zcela jednoznačně fakt, že riziko v tomto smyslu téměř nehrozí. To však neznamená, že investor není ohrožen různými faktory, které mohou dále snižovat jeho výnos (popřípadě zvyšovat ztrátu) z investice. Všechna podstatná negativa diskutovaných dluhopisů jsou v podstatě opaky případných pozitiv.

V případě inflačního vývoje je evidentní, že pokud se tento vývoj přesune blíže k deklarovaným cílům centrálních bank, investor držící státní dluhopisy se záporným úrokem ztratí ještě více ze své investice. V dalších částech této subkapitoly budou popsány možné vlivy, které by mohly působit proinflačně.

V případě reálné síly koruny po ukončení intervencí ČNB je možné očekávat spíše její posílení. Toto prohlášení lze odvodit z principu intervencí, tedy kontinuálního oslabování koruny. V nejjednodušším podáním lze předpokládat, že až tlak na oslabení koruny skončí, musí koruna automaticky začít posilovat. Kurz koruny ovšem není fyzikální síla a její vývoj ovlivňuje sada různých faktorů, které nemusí být nutně pozorovatelné nebo předpověditelné. Investor by měl proto počítat i s variantou, že koruna neposílí, nebo dokonce bude slábnout, ačkoliv intervence ČNB skončí.

Jako poslední možná rizika pořízení dluhopisů se záporným úrokem budou uvedeny dvě položky. Jednou z nich je vývoj úrokové míry státních dluhopisů. V případě, kdy by mělo dojít k postupnému návratu zpátky nad hranici 0 % p. a. a dalšímu vývoji do kladných hodnot, mohl by investor dojít ke zjištění, že dluhopisy, které již drží, jsou méně výhodné než ty, které jsou nově dostupné na trhu. Druhým problémem může být návrat ke kladnému úročení depozit některých bank. V případě, že by investor nakoupil pro příklad české státní dluhopisy se záporným úrokem – 0,3 % p. a. za tím účelem, že by chtěl pokrýt případné ztráty spojené se záporným úročením jeho vkladů, a následně se úročení depozit přesunulo do kladných hodnot, mohl by zbytečně na těchto dluhopisech tratit.

Ačkoliv uvedené negativní faktory byly popsány již v subkapitole o případných výhodách, následující řádky se pokusí na problém podívat z úhlu podporujícího vývoj těchto faktorů rizikovým směrem.

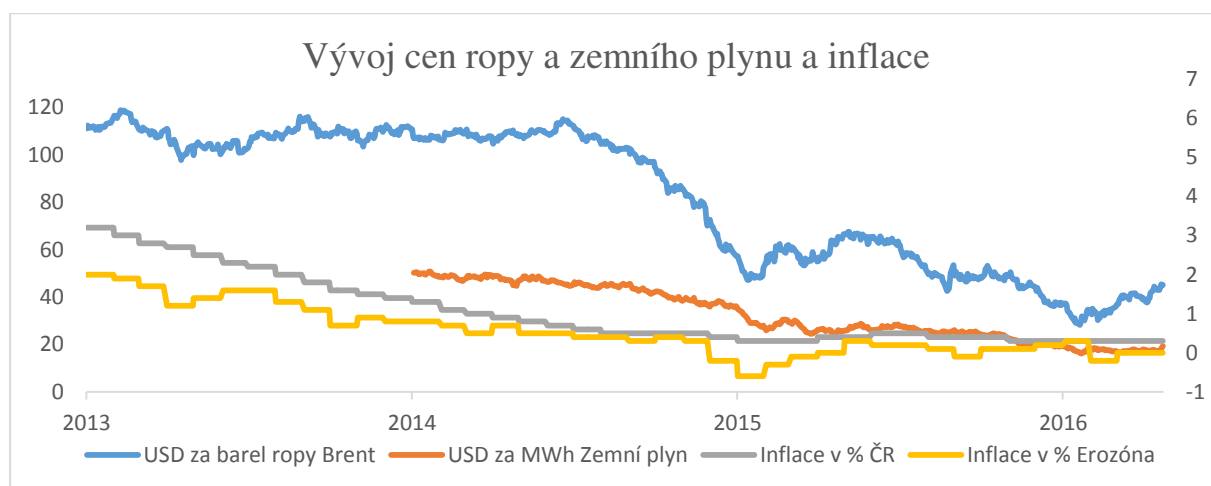
1.8.1 Inlace v kontextu investice

ECB na svých stránkách (<https://www.ecb.europa.eu>, 2016) uvádí data Eurostatu, která rozebírají příčiny inflace v eurozóně. Při výpočtu inflace jsou mimo jiné použity různé váhy pro koš zboží, kdy položka energie drží váhu 9,7 ze 100. Tento fakt sám o sobě nemusí být nutně směrodatný bez přidání údaje, že v roce 2016 tato položka klesala o 5,7 %, kdy největší pokles zaznamenaly části této položky - tekutá paliva (- 26,5 %) a také paliva a mazadla pro osobní vozy (- 12,7 %).

ČNB na svých stránkách (<https://www.cnb.cz>, 2016) odkazuje na data Českého statistického úřadu, která přiřazují dopravě váhu 10,1 ze 100 a podobné snížení cen paliv osobních vozů a tekutých paliv.

Ačkoliv jistě paliva a specificky ropa a zemní plyn a pokles jejich cen nejsou jediným důvodem stagnující inflace, vývoj jejich ceny může poskytnout zajímavý pohled pro investora a alespoň částečnou možnost odhadu vývoje inflace. Následující graf poskytuje výhled na vývoj cen ropy a zemního plynu mezi roky 2013 a 2015 a začátkem roku 2016, spolu s vývojem inflace v České republice a zemích eurozóny. (Levá osa vyjadřuje cenu v USD, pravá osa vyjadřuje % inflace).

Graf 11 Vývoj cen ropy, zemního plynu a vývoj inflace



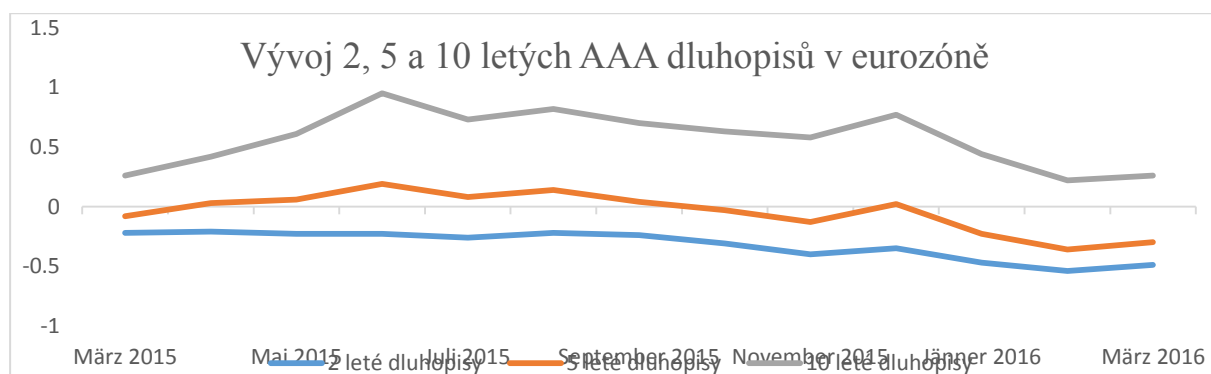
Zdroj: Český statistický úřad (2016), Eurostat (2016), Kurzy.cz a vlastní zpracování

Z grafu je možné velmi snadno pozorovat, že vývoj cen zejména ropy má vliv na inflaci, a to zejména na inflaci v eurozóně. Za předpokladu, že se ceny ropy dostanou na úroveň před rokem 2014, je možné očekávat postupný nárůst inflace. Inflace v České republice by mohla reagovat na inflační vývoj v eurozóně a také na zvýšení cen ropy a zamířit směrem k cíli, který ČNB stanovila.

1.8.2 Ohrožení ve vývoji dluhopisů se záporným úrokem

Eurostat nabízí na svých stránkách (<http://ec.europa.eu/eurostat>, 2016) pohled na vývoj AAA dluhopisů vydaných v eurozóně. Data uvedená Eurostatem (březen 2015 až březen 2016) mohou v podobě grafu nastínit možný budoucí vývoj úrokových sazeb dluhopisů.

Graf 12 Vývoj AAA dluhopisů v oblasti eurozóny



Zdroj: Eurostat 2016

Graf 11 ukazuje zejména klesající tendenci úročení AAA dluhopisů v eurozóně. Otázkou, kterou si však investor musí položit, je, jestli klesání úroků již nenarazilo na dno. V případě, že dluhopisy v eurozóně budou v blízké budoucnosti směřovat do kladných úroků, může se reálně stát, že pokud například investor nakoupil dluhopisy v momentě, kdy negativní úroky narazily na dno, na trhu se objeví výhodnější dluhopisy než ty, které investor drží. V tomto případě by se vyplatilo investorovi raději počkat, až se na trhu objeví tyto výhodnější dluhopisy. Ovšem v případě, že úroky dluhopisů se budou nadále propadat do negativního teritoria, mohl by dluhopisy, které drží, prodat a ještě na nich vydělat. V případě, že by držel dluhopis s úrokem rovným $-0,3\%$ p. a. a na trhu jej prodal de facto za $-0,5\%$ p. a. (kdy úrok $-0,5\%$ p. a. by v podstatě platil nový držitel takového dluhopisu), inkasuje tak zisk $0,2\%$.

Z čistě hypotetického hlediska může docházet při obchodování se státními dluhopisy k jednomu nestandardnímu jevu. Díky probíhajícímu programu kvantitativního uvolňování ECB pravděpodobně dochází k nakupování dluhopisů vydaných na území eurozóny centrálními bankami eurozóny, a to v podstatě za jakoukoliv cenu, která nepřekročí úročení depozit vyhlášené ECB (v prvním kvartále roku 2016, jak již bylo uvedeno, se toto úročení ustálilo na hodnotě $-0,4\%$ p. a.). Existuje tedy možnost, že někteří účastníci trhu investují do těchto dluhopisů s očekáváním, že je prodají bankám se ziskem. Centrální banky eurozóny musí splnit ustanovení ECB a dluhopisy nakoupit na sekundárním trhu. Ačkoliv je to nepodloženo potřebnými daty a zdroji, může díky tomuto stavu docházet k bezprecedentnímu financování státních dluhů zemí eurozóny. Investor může v tomto procesu hrát pouze roli prostředníka. Při variantě, že je zároveň primárním dealerem těchto dluhopisů, může dlouhodobě vytvářet bezrizikový zisk.

1.9 Návrh modelových situací vývoje budoucnosti v návaznosti na tyto dluhopisy

Pro návrh modelových situací vývoje bude použit vzorec popsáný v teoretické části této práce. Následují jednotlivé hodnoty použité pro výpočet.

- | | |
|--------------------------------|-------------------------------------|
| • Výnos ₁ = - 0,212 | Emise ₁ = 16 587 330 000 |
| • Výnos ₂ = - 0,323 | Emise ₂ = 9 157 990 000 |
| • Výnos ₃ = - 0,332 | Emise ₃ = 11 000 000 000 |
| • Výnos ₄ = - 0,349 | Emise ₄ = 8 385 210 000 |
| • Výnos ₅ = - 0,354 | Emise ₅ = 14 540 010 000 |

Po dosažení hodnot a následném provedení výpočtu je možné stanovit modelový roční výnos, který se rovná hodnotě $-0,305010589144995$ a při zaokrouhlení $-0,305$.

Modelové příklady budou vycházet z předpokladu, že intervence ČNB budou ukončeny v polovině roku 2017.

Modelové příklady budou vycházet z předpokladu, že investor bude držet dluhopis od jeho nákupu až do konce jeho doby plnění, tedy přesně dva roky. Zároveň jejich doba splatnosti vyprší až po ukončení uvedených intervencí.

Všechny modelové příklady budou předpokládat, že investor drží většinu svého kapitálu v eurech a za účelem nákupu českých státních dluhopisů směňuje tyto prostředky za koruny.

Všechny modelové příklady budou srovnávat, kolik finančních prostředků bude držet investor v případě, že se rozhodne investovat do českých státních dvouletých dluhopisů, nebo se rozhodne uložit svoje prostředky u ECB.

Uvedeny budou tři možné varianty vývoje:

1.9.1 Modelová varianta 1

• Objem investovaných prostředků	100 000 000 EUR
• Úroková míra dluhopisu	- 0,305 % p. a.
• Kurz v době nákupu dluhopisů	27 Kč / 1 EUR
• Kurz koruny v době splatnosti dluhopisů	25 Kč / 1 EUR
• Úročení depozit v prvním roce a v druhém roce	- 0,4 % p. a. a - 0,5 % p. a.
• Inflace oproti začátku investice	- 1,3 % (deflace)
Finanční prostředky přepočtené na koruny v době investice	2 700 000 000 Kč
Finanční prostředky v korunách pod době splatnosti	2 683 530 000 Kč
Finanční prostředky přepočtené na eura	107 341 200 EUR
Reálná hodnota při investování (započtená inflace/deflace)	108 736 636 EUR
Finanční prostředky při zanechání u ECB	99 102 000 EUR
Reálná hodnota při zanechání u ECB	100 390 326 EUR

Tato varianta nastiňuje takovou situaci, která je pro investora značně výhodná. Koruna značně posílí a investor realizuje výnos očištěný inflací (resp. deflací) ve výši 8 736 636 EUR. V případě, že by své prostředky nechal uložené na účtu ECB, realizoval by po započtení deflace výnos, který odpovídá 390 326 EUR. Tato varianta jasně favorizuje investici do českých státních dvouletých dluhopisů. Investice do dluhopisů je v tomto případě výhodnější o 8 346 310 eur.

1.9.2 Modelová varianta 2

• Objem investovaných prostředků	100 000 000 EUR
• Úroková míra dluhopisu	- 0,305 % p. a.
• Kurz v době nákupu dluhopisů	27 Kč / 1 EUR
• Kurz koruny v době splatnosti dluhopisů	27 Kč / 1 EUR
• Úročení depozit v prvním roce a v druhém roce	- 0,4 % p. a. a - 0,4 % p. a.
• Inflace oproti začátku investice	0 %
Finanční prostředky přepočtené na koruny v době investice	2 700 000 000 Kč
Finanční prostředky v korunách pod době splatnosti	2 683 530 000 Kč
Finanční prostředky přepočtené na eura	99 390 000 EUR
Reálná hodnota při investování (započtená inflace / deflace)	99 390 000 EUR
Finanční prostředky při zanechání u ECB	99 201 600 EUR
Reálná hodnota při zanechání u ECB	99 201 600 EUR

Tato varianta počítá s nulovým inflačním vývojem a nulovým posílením, či oslabením koruny. Tuto situaci lze považovat za střed mezi nejlepší a nejhorší variantou pro investora. Ačkoliv investor utrpí ztrátu, tato ztráta je nižší, než kdyby své peníze nechal ležet na účtu. Investice do dluhopisů je v tomto případě výhodnější o 188 400 EUR.

1.9.3 Modelová varianta 3

• Objem investovaných prostředků	100 000 000 EUR
• Úroková míra dluhopisu	- 0,305 % p. a.
• Kurz v době nákupu dluhopisů	27 Kč / 1 EUR
• Kurz koruny v době splatnosti dluhopisů	28 Kč / 1 EUR
• Úročení depozit v prvním roce a v druhém roce	- 0,4 % p. a. a - 0,2 % p. a.
• Inflace oproti začátku investice	1,3 %
Finanční prostředky přepočtené na koruny v době investice	2 700 000 000 Kč
Finanční prostředky v korunách po době splatnosti	2 683 530 000 Kč
Finanční prostředky přepočtené na eura	95 840 357 EUR
Reálná hodnota při investování (započtená inflace / deflace)	94 594 432 EUR
Finanční prostředky při zanechání u ECB	99 400 800 EUR
Reálná hodnota při zanechání u ECB	98 108 590 EUR

Tento modelový příklad je varianta, která je pro investora nejméně přívětivá ze všech tří uvedených. Nejenže se probudí inflace, ale koruna dále oslábne a ECB sníží záporné úročení depozit v druhém roce. V takovémto případě je pro investora výhodnější peníze neinvestovat a raději je nechat na účtu. Pokud by se je rozhodl investovat, zbytečně ztratí 3 514 158 EUR oproti variantě, kdy peníze neinvestuje.

Uvedené příklady lze považovat za jakési vodítko, které by mělo investorovi naznačit, do jakých situací se může se svou investicí dostat. Ačkoliv modelové příklady byly konstruovány pro české státní dvouleté dluhopisy, lze podobně uvažovat i o dluhopisech víceletých. Například v případě pětiletých dluhopisů lze očekávat, že se plně projeví síla koruny.

4 Závěr

V první řadě je třeba zmínit, že investor korunových státních dluhopisů de facto nepodléhá žádnému riziku nesplacení závazku ze strany České republiky. Všechny ratingové agentury hodnotí Českou republiku jako spolehlivého dlužníka, kdy její hodnocení lze řadit mezi lepší až nejlepší. V regionu drží lepší hodnocení pouze Německo a Rakousko.

Faktorů, které umožnily České republice emitovat dluhopisy se záporným úročením, je mnoho. Mezi hlavní lze řadit kvantitativní uvolňování Evropské centrální banky. Ta ve svém programu nastavila strategii nákupu aktiv v eurozóně s cílem dosažení inflace pod 2 %. Tento program mimo jiné zavazuje jeho účastníky nakupovat dlužné papíry, kdy Evropská centrální banka stanovila měsíční cíl nákupu na 80 miliard euro. Operace nákupů jsou prováděny na sekundárním trhu a značně tak do tohoto trhu zasahují.

Dalším faktorem je dlouhodobá nízká míra inflace jak v České republice, tak v eurozóně. Tento fakt mimo jiné snižuje plošně i úročení vkladů velkých subjektů u centrálních bank, které přešlo v úročení záporné. Kromě Evropské centrální banky přešly k zápornému úročení také Švýcarská centrální banka, Dánská centrální banka, Švédská centrální banka či Japonská centrální banka. Tento fakt může některé subjekty přimět zvolit nákup takových dluhopisů, které jim sice nabídnou také záporné úročení, ale s nižším záporným úrokem, než který by musely hradit v případě, že by nechaly své finanční prostředky uloženy v bankách.

Možným faktorem je i potřeba některých subjektů ve svém investičním portfoliu držet bezrizikové státní dluhopisy i přes fakt, že na nich mohou tratit. Tyto subjekty mohou být vázány zákonem o složení svých aktiv nebo se mohou snažit deklarovat svým stabilním portfoliem bezrizikovost či spolehlivost.

Dále je nutné zmínit, že fenomén dluhopisů není pouze doménou České republiky. Pro příklad dalších emitentů státních dluhopisů se záporným úrokem lze uvést Japonsko, Švýcarsko, Německo, Švédsko a další. Státní dluhopisy se ovšem obchodují se zápornými výnosy zejména na sekundárních trzích.

V případě zkoumaných českých státních dvouletých dluhopisů by se měl investor zajímat zejména o tři faktory. V první řadě by měl sledovat vývoj inflace. V případě, že investor drží většinu svého majetku v eurech, je pro něj důležité sledovat zprávy z Evropské centrální banky. Dlouhodobou nízkou mírou inflace lze částečně přičíst poklesu cen ropy, zemního plynu a dalších paliv. V případě, že tyto komodity opět stoupnou na ceně, lze očekávat nárůst inflace. Inflace v České republice je částečně navázána na vývoj inflace v eurozóně a také na vývoj cen zmíněných komodit. Investor ovšem musí počítat s případnou deflací. Deflací je nutné považovat za jeden z možných vývoje. Česká národní banka a Evropská centrální banka dlouhodobě nejsou schopny plnit svůj závazek cílování inflace, což signalizuje nejistotu inflačního vývoje.

Důležitým motivačním faktorem jsou již zmíněné záporné úroky vkladů. Investor může posoudit české státní dluhopisy jako bezrizikovou alternativu k uložení peněz na účtu. Zároveň však musí sledovat vývoj tohoto úročení, protože v případě, že se vrátí opět ke kladnému či k nule, nemuselo by se mu držení zmíněných dluhopisů nutně vyplatit. Stejný princip platí pro nákup těchto dluhopisů. Investor by měl odhadnout, jestli úročení dluhopisů bude klesat, nebo se vrátí k hodnotám bližším nule či hodnotám kladným. Mohl by potom držet dluhopisy se záporným úročením, které jsou méně výhodné než nově emitované.

V neposlední řadě je podstatným faktorem vývoj české koruny. Česká národní banka totiž dlouhodobě drží svým programem intervencí korunu podhodnocenou. Investor, který je schopen správně odhadnout sílu koruny, může směnit svá eura, nakoupit korunové státní dluhopisy a v případě ukončení intervencí a při následném posílení koruny realizovat i kurzový zisk po splatnosti dluhopisů.

V poslední části práce byly realizovány modelové varianty vývoje uvedených faktorů. Investor při pohledu na tyto varianty vidí tři možné cesty vývoje.

První varianta favorizuje nákup zkoumaných dluhopisů. Pokud se inflace dostane do záporných hodnot (tedy deflace), koruna před skončením splatnosti dluhopisů posílí a daná banka, u které by měl investor alternativně uložené peníze, zvýší svůj záporný úrok. České státní dluhopisy lze považovat za lepší a výhodnější řešení.

Druhá varianta předpokládá nulový růst inflace, neposilující ani neoslabující korunu a úročení vkladů, které nemění svou zápornou hodnotu. I tato varianta favorizuje dluhopisy. Ačkoliv investor realizuje ztrátu, tato ztráta bude nižší, než kdyby své peníze nechal uložené u banky.

Třetí varianta je variantou nejhorší. Tato varianta počítá s inflačním vývojem směřujícím k inflačním cílům, s oslabující korunou a bankami, které snižují záporné úročení vkladů. Tato varianta jako jediná uvedená favorizuje pasivní uložení vkladů a jejich neinvestování.

Investor by měl očekávat v reálném světě kombinaci uvedených variant a být schopen reagovat jak na negativní, tak na pozitivní vývoj. S ohledem na fakt, že sekundární dluhopisový trh je možným způsobem, jak se zbavit držených dluhopisů v případě očekávání negativního vývoje, tak způsobem k nákupu dalších dluhopisů se záporným úročením, pokud k tomu podmínky budou směřovat, měl by tento trh investor nejenom sledovat, ale být na něm případně i aktivní.

Investor, který se rozhodne investovat do dluhopisů se záporným úročením, je v neobvyklé pozici. Může se pokusit svůj kapitál pomocí těchto dluhopisů chránit před jinými negativními vlivy, nebo může dluhopisy se záporným úročením vidět jako příležitost. Ačkoliv o těchto dluhopisech lze hovořit jako o nestandardních, je velmi pravděpodobné, že se jejich četnost v budoucnu ještě navýší v globálním měřítku a investoři se budou muset naučit s tímto faktem pracovat a sžít.

Literatura

BENT, Hansen. *Economic theory of fiscal policy*. Reprint [2. udg.]. S.l.: Routledge, 2008. ISBN 9780415489041,

ČERNOHORSKÝ, Jan a TEPLÝ, Petr. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3669-3.

ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1.

DODGE, Yadolah. *The concise encyclopedia of statistics*. New York: Springer, c2010. ISBN 9781441913906.

HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. Vyd. 1. Praha: C.H. Beck, 1999. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 80-7179-255-1.

JANÁČKOVÁ, Stanislava. *Lesk a bída měnové politiky: peníze tajemství zbavené?*. Vydání první. Praha: Institut Václava Klause, 2015. Publikace (Institut Václava Klause). ISBN 978-80-87806-99-9.

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.

JUREČKA, Václav. *Makroekonomie*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2013. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4386-8.

KOHOUT, Pavel. *Finance po krizi: Evropa na cestě do neznáma*. 3., rozš. vyd. Praha: Grada, 2011. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4019-5.

KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 7., aktualiz. a přeprac. vyd. Praha: Grada, 2013. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-5064-4.

MOBIUS, Mark. *Bonds: an introduction to the core concepts*. Hoboken, NJ: Wiley, 2012. ISBN 0470821477.

RADOVÁ, Jarmila, DVOŘÁK, Petr a MÁLEK, Jiří. *Finanční matematika pro každého*. 8., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-4831-3.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.

ŠOBA, Oldřich, ŠIRŮČEK, Martin a PTÁČEK, Roman. *Finanční matematika v praxi*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013. Partners. ISBN 978-80-247-4636-4.

Internetové zdroje

MATHER, A. Scott. Why the Bond Market Is Yielding Negative and What Negative Yields Mean for You [online]. 2015 [cit. 2016-07-03] Dostupný z WWW: <http://europe.pimco.com/EN/Insights/Pages/Why-the-Bond-Market-Is-Yielding-Negative-and-What-Negative-Yields-Mean-for-You.aspx>

BUCKLAND, Kevin a NOZAWA. Shigeki Japan Sells 10-Year Bonds at Negative Yield For the First Time [online]. 2016 [cit. 2016-20-03] Dostupný z WWW: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-29/japan-may-get-paid-to-borrow-for-10-years-as-yields-below-zero-il8451ti>

UDLAND, Myles. IT'S OFFICIAL: You have to pay the Swiss government to take your money for the next 10 years [online]. 2015 [cit. 2016-10-04] Dostupný z WWW: <http://www.businessinsider.com/switzerland-issues-negative-yield-bonds-2015-4>

BARTHA, Emese a EDWARDS, Ben. Germany Sells Five-Year Debt at Negative Yield for First Time on Record [online]. 2015 [cit. 2016-05-04] Dostupný z WWW: <http://www.wsj.com/articles/germany-sells-five-year-debt-at-negative-yield-for-first-time-on-record-1424871074>

TRADING ECONOMICST. Datové řady a odkazy na zdroje [online databáze]. 2016 [cit. 2016-13-04] Dostupný z WWW: <http://www.tradingeconomics.com/>

QUANDL. Datové řady a odkazy na zdroje [online databáze]. 2016 [cit. 2016-13-04] Dostupný z WWW: <https://www.quandl.com/>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. Struktura a vývoj státního dluhu, *Ministerstvo financí České republiky* [online]. Praha: Ministerstvo financí České republiky, ©2005-2013 [vid. 2016-20-03]. Dostupné z WWW: www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/struktura-a-vyvoj-statniho-dluhu

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Data a datové řady vývoje HDP a inflace, *Česká národní banka* [online] Praha ©2003-2016 [vid. 2016-20-04]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>

EUROPEAN CENTRAL BANK. Datové řady vývoje inflace a informace o kvantitativním uvolňování *Evropská centrální banka* [online], [vid. 2016-22-04]. Dostupné z WWW: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.cs.html>

EUROSTAT. Datové řady vývoje inflace a úrokových měr AAA dluhopisů, *Eurostat* [online], [vid. 2016-15-04]. Dostupné z WWW: <http://ec.europa.eu/eurostat>

Seznam příloh

Příloha 1 Vývoj švédských dvouletých státních dluhopisů.....	I
Příloha 2 Vývoj belgických dvouletých státních dluhopisů.....	II
Příloha 3 Vývoj francouzských dvouletých státních dluhopisů.....	IV
Příloha 4 Odpověď na dotaz týkající se českých dluhopisů.....	VI
Příloha 5 Výpis typů hodnocení ratingových agentur.....	VIII

Příloha 1 Vývoj švédských dvouletých státních dluhopisů

Rok	Úroková sazba v % p. a.
13.04.2016	-0,43
12.04.2016	-0,43
11.04.2016	-0,47
08.04.2016	-0,46
07.04.2016	-0,46
06.04.2016	-0,47
05.04.2016	-0,47
04.04.2016	-0,46
01.04.2016	-0,45
31.03.2016	-0,45
30.03.2016	-0,45
29.03.2016	-0,46
24.03.2016	-0,44
23.03.2016	-0,44
22.03.2016	-0,44
21.03.2016	-0,43
18.03.2016	-0,43
17.03.2016	-0,41
16.03.2016	-0,62
15.03.2016	-0,61
14.03.2016	-0,62
11.03.2016	-0,61
10.03.2016	-0,61
09.03.2016	-0,62
08.03.2016	-0,62
07.03.2016	-0,61
04.03.2016	-0,61
03.03.2016	-0,61
02.03.2016	-0,60
01.03.2016	-0,59
29.02.2016	-0,60
26.02.2016	-0,62
25.02.2016	-0,62
24.02.2016	-0,61
23.02.2016	-0,59
22.02.2016	-0,61
19.02.2016	-0,59
18.02.2016	-0,59
17.02.2016	-0,61
16.02.2016	-0,61
15.02.2016	-0,61
12.02.2016	-0,62
11.02.2016	-0,63
10.02.2016	-0,58
09.02.2016	-0,58
08.02.2016	-0,58

05.02.2016	-0,56
04.02.2016	-0,55
03.02.2016	-0,55
02.02.2016	-0,55
01.02.2016	-0,54
29.01.2016	-0,55
28.01.2016	-0,53
27.01.2016	-0,51
26.01.2016	-0,52
25.01.2016	-0,52
22.01.2016	-0,52
21.01.2016	-0,54
20.01.2016	-0,52
19.01.2016	-0,49
18.01.2016	-0,52
15.01.2016	-0,52
14.01.2016	-0,52
13.01.2016	-0,50
12.01.2016	-0,51
11.01.2016	-0,51

Příloha 2 Vývoj belgických dvouletých státních dluhopisů

Datum	Úroková sazba v % p. a.
13.04.2016	-0,43
12.04.2016	-0,43
11.04.2016	-0,43
08.04.2016	-0,44
07.04.2016	-0,43
06.04.2016	-0,44
05.04.2016	-0,44
04.04.2016	-0,42
01.04.2016	-0,44
31.03.2016	-0,42
30.03.2016	-0,42
29.03.2016	-0,41
24.03.2016	-0,41
23.03.2016	-0,41
22.03.2016	-0,41
21.03.2016	-0,41
18.03.2016	-0,40
17.03.2016	-0,39
16.03.2016	-0,37
15.03.2016	-0,38
14.03.2016	-0,38
11.03.2016	-0,37
10.03.2016	-0,41
09.03.2016	-0,42

08.03.2016	-0,44
07.03.2016	-0,45
04.03.2016	-0,45
03.03.2016	-0,45
02.03.2016	-0,43
01.03.2016	-0,44
29.02.2016	-0,44
26.02.2016	-0,43
25.02.2016	-0,42
24.02.2016	-0,42
23.02.2016	-0,4
22.02.2016	-0,41
19.02.2016	-0,41
18.02.2016	-0,40
17.02.2016	-0,39
16.02.2016	-0,40
15.02.2016	-0,40
12.02.2016	-0,41
11.02.2016	-0,43
10.02.2016	-0,41
09.02.2016	-0,41
08.02.2016	-0,41
05.02.2016	-0,39
04.02.2016	-0,39
03.02.2016	-0,39
02.02.2016	-0,39
01.02.2016	-0,38
29.01.2016	-0,39
28.01.2016	-0,36
27.01.2016	-0,35
26.01.2016	-0,36
25.01.2016	-0,36
22.01.2016	-0,37
21.01.2016	-0,36
20.01.2016	-0,33
19.01.2016	-0,32
18.01.2016	-0,32
15.01.2016	-0,32
14.01.2016	-0,32
13.01.2016	-0,32
12.01.2016	-0,32
11.01.2016	-0,33
08.01.2016	-0,34
07.01.2016	-0,34
06.01.2016	-0,34
05.01.2016	-0,34
04.01.2016	-0,33

Příloha 3 Vývoj francouzských dvouletých státních dluhopisů

Datum	Úroková sazba v % p. a.
13.04.2016	-0,46
12.04.2016	-0,46
11.04.2016	-0,47
08.04.2016	-0,47
07.04.2016	-0,46
06.04.2016	-0,45
05.04.2016	-0,45
04.04.2016	-0,44
01.04.2016	-0,45
31.03.2016	-0,44
30.03.2016	-0,44
29.03.2016	-0,44
24.03.2016	-0,43
23.03.2016	-0,43
22.03.2016	-0,43
21.03.2016	-0,43
18.03.2016	-0,42
17.03.2016	-0,41
16.03.2016	-0,41
15.03.2016	-0,41
14.03.2016	-0,42
11.03.2016	-0,42
10.03.2016	-0,39
09.03.2016	-0,44
08.03.2016	-0,46
07.03.2016	-0,45
04.03.2016	-0,44
03.03.2016	-0,46
02.03.2016	-0,43
01.03.2016	-0,45
29.02.2016	-0,46
26.02.2016	-0,43
25.02.2016	-0,42
24.02.2016	-0,41
23.02.2016	-0,42
22.02.2016	-0,42
19.02.2016	-0,42
18.02.2016	-0,41
17.02.2016	-0,40
16.02.2016	-0,41
15.02.2016	-0,42
12.02.2016	-0,42
11.02.2016	-0,45
10.02.2016	-0,44
09.02.2016	-0,44
08.02.2016	-0,44

05.02.2016	-0,42
04.02.2016	-0,41
03.02.2016	-0,42
02.02.2016	-0,41
01.02.2016	-0,39
29.01.2016	-0,40
28.01.2016	-0,38
27.01.2016	-0,38
26.01.2016	-0,38
25.01.2016	-0,38
22.01.2016	-0,38
21.01.2016	-0,38
20.01.2016	-0,35
19.01.2016	-0,34
18.01.2016	-0,36
15.01.2016	-0,34
14.01.2016	-0,33
13.01.2016	-0,34
12.01.2016	-0,34
11.01.2016	-0,34
08.01.2016	-0,35
07.01.2016	-0,34
06.01.2016	-0,34
05.01.2016	-0,34
04.01.2016	-0,32

Příloha 4 Odpověď na dotaz týkající se českých dluhopisů

MINISTERSTVO FINANCÍ

20 - Řízení státního dluhu a finančního majetku

Ing. Petr Pavelek, Ph.D.

Letenská 15

118 10 Praha 1

Telefon: 257 041 111 Fax: 257 042 788

ID datové schránky: xzeaauv

E-mail: podatelna@mfcf.cz

V Praze dne 23. 3. 2016

PID: MFCR6XECRG

Č. j.: MF-9407/2016/2003-3

Počet listů: 2

Věc: Odpověď na dotaz týkající se státních dluhopisů
K Vašemu č. j.:
Referent: Zahradka Vladimír, Ing.

Vážený pane Kováři,

k Vašemu dotazu ze dne 24. 2. 2016, týkajícímu se státních dluhopisů se záporným výnosem, sděluji následující informaci.

V této souvislosti je nutno uvést, že je potřebné rozlišovat mezi primárním a sekundárním trhem, kterého se týká Váš dotaz. Na sekundárním trhu se státní dluhopisy ČR se zbytkovou splatností do tří let obchodují kontinuálně se záporným výnosem zhruba od poloviny roku 2015. Na sekundárním trhu záporný výnos znamená, že prodávající státního dluhopisu je ochotný platit za prodej státního dluhopisu kupujícímu, a to tím více, čím nižší je výnos do splatnosti. Trh přitom funguje na stejném principu jako při kladných úrokových sazbách. Pokud tedy primární dealer nakoupil dluhopis s výnosem do splatnosti ve výši -0,23 % a následně jej prodal na sekundárním trhu za -0,10 %, realizoval tak zisk ve výši rozdílu mezi čistou cenou dluhopisu při nákupu a čistou cenou dluhopisu při prodeji (což odpovídá výnosu 0,13 %).

Pokud se vývoj trhu u konkrétního dluhopisu pohyboval, jak píšete, od nulového výnosu k zápornému výnosu -0,23 %, pak z hlediska potenciálního dealera by na primárním trhu nakoupil dluhopis s výnosem do splatnosti 0,0 % (pro zjednodušení lze říci za jmenovitou hodnotu) a následně jej prodal na sekundárním trhu za -0,23 %, tj. prakticky za cenu nižší, než jej koupil a realizoval tak ztrátu (na hotovostním principu).

Výnosy českých státních dluhopisů jsou ovlivněny mnoha faktory. V roce 2015 se na klesající tendenci pozitivně podílela vysoká důvěra investorů, podporovaná zdravými makroekonomickými fundamenty České republiky a fiskální politikou vlády spolu

s efektivním řízením státního dluhu a likvidity státní pokladny. K poklesu výnosů českých státních dluhopisů přispěl i jednostranný kurzový závazek ČNB, kterým bylo minimalizováno kurzové riziko pro zahraniční investory. Bližší pojednání o vývoji výnosů státních dluhopisů a jednotlivých determinantů nabízí Zpráva o řízení státního dluhu České Republiky v roce 2015, str. 16 – 19, volně dostupná na <http://www.mfer.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/publikace-a-prezentace/zprava-o-rizeni-statniho-dluhu/2015/zprava-o-rizeni-statniho-dluhu-ceske-rep-23982>.

S pozdravem



Vážený pan
Pavel Kovář
p.a.v.e.l.k.o.v.ar@seznam.cz

Příloha 5 Výpis typů hodnocení ratingových agentur

Moody's Investors Service

Aaa

Obligace hodnocené Aaa jsou posuzovány jako obligace s největší kvalitou. Tento subjekt má nejnižší kreditní risk.

Aa

Obligace hodnocené Aa jsou posuzovány jako velmi kvalitní. Tento subjekt má velmi nízký kreditní risk.

A

Obligace hodnocené A jsou vyšší střední kvality. Tento subjekt má nízký kreditní risk.

Baa

Obligace hodnocené Baa jsou střední kvality. Tento subjekt má drobný kreditní risk v podobě držby spekulativních aktiv.

Ba

Obligace hodnocené Ba jsou popisovány jako spekulativní. Tento subjekt má reálný kreditní risk.

B

Obligace hodnocené B jsou spekulativní. Tento subjekt má vysoký stupeň kreditního risku.

Caa

Obligace hodnocené Caa jsou spekulativní s nízkou kvalitou aktiv. Subjekt má velmi vysoký stupeň kreditního risku.

Ca

Obligace hodnocené Ca jsou vysoce spekulativní a pohybují se na hraně bankrotu. Je reálné získat část úroku z investice a část investované částky.

C

Obligace hodnocené C jsou nejnižší kvality. Jsou zpravidla v bankrotu. Je pouze velmi malá šance na získání úroku či investované částky.

Standard & Poor's

AAA

Obligace hodnocené jako AAA jsou těmi nejlépe hodnocenými. Spolehlivost subjektu splnit své závazky je extrémně silná.

AA

Obligace hodnocené AA se odlišují od hodnocení AAA pouze drobně. Spolehlivost subjektu splnit své závazky je velmi silná.

A

Obligace hodnocené jako A se liší od vyšších hodnocení větší citlivostí na ekonomické vlivy. Jejich kvalita je vysoká, ale nižší než předcházející uvedené. Spolehlivost subjektu splnit své závazky je stále silná.

BBB

Obligace hodnocené BBB jsou kvalitní, ale mají tendenci podléhat ekonomickým podmínkám. Jejich kvalita může klesnout s nenadálými výkyvy v ekonomice, ve které operuje. Spolehlivost subjektu splnit své závazky je silná, ale citlivá na výše uvedené.

B

Obligace hodnocené jako B mohou mít problém za určitých situací plnit své závazky. V případě negativních ekonomických vlivů je reálná možnost neplnění svých závazků.

CCC

Obligace hodnocené jako CCC mají aktuálně problém dostát svých závazků. V případě přetrvávajících ekonomických problémů nebude subjekt schopen dostát svých závazků vůbec.

CC

Obligace hodnocené jako CC mají aktuálně velký problém dostát svých závazků. Ačkoliv subjekt ještě nevyhlásil bankrot, tak je tento vývoj očekáván.

C

Obligace hodnocené jako C mají aktuálně velké problémy dostát svých závazků a v případě, že nedojde k bankrotu subjektu, budou závazky uspokojovány předčasně a pravděpodobně pouze částečně.

D

Hodnocení D signalizuje bankrot. Subjekt již zbankrotoval nebo je v procesu bankrotu. Toto hodnocení je považováno za hodnocení nejnižší. Subjekt není vůbec schopen dostát svých závazků.

NR

V případě hodnocení NR nebylo provedeno žádné hodnocení.

Fitch Ratings

AAA

Hodnocení AAA odpovídá obligacím, které podléhá nejmenšímu riziku bankrotu. Schopnost subjektu splácet není zpravidla ovlivněna vnějšími vlivy.

AA

Toto hodnocení odpovídá velmi malému riziku. Subjekt je velmi dobře schopen splácet svůj závazek a není zásadně ovlivňován vnějšími vlivy.

A

Hodnocení odpovídá malému riziku. Schopnost splácet je vysoká, ale je částečně ovlivnitelná vnějšími ekonomickými vlivy.

BBB

Toto hodnocení sděluje, že indikátory rizikovosti jsou nízké. Ačkoliv schopnost platit své závazky je pozitivní, je náchylná na ekonomické vlivy.

BB

Hodnocení BB indikuje náchylnost k bankrotu. Subjekt za případných negativních ekonomických vlivů nebude schopen hradit své závazky.

B

Hodnocení B popisuje subjekt, který je ohrožen bankrotem. Jeho schopnost hradit své závazky je čistě na zvlášť vnějších vlivů.

CCC

Hodnocení CCC hovoří o subjektu, který je na hraně bankrotu. Jeho schopnost splácet je velmi nejistá.

CC

Při hodnocení CC subjekt pravděpodobně čelí bankrotu nebo jiné formě úpadku v blízké době.

C

Při hodnocení C subjekt de facto přestupuje v bankrot. Jeho schopnost splácet je de facto neexistující.

D

Hodnocení D signalizuje bankrot v průběhu. Investor pravděpodobně nebude schopen získat celý úrok a ani investovanou částku.

Japan Credit Rating Agency

AAA

Nejvyšší udělené hodnocení, kdy věřitel zcela jistě splní svůj závazek.

AA

Druhé nejvyšší možné udělené hodnocení. Velmi vysoká pravděpodobnost, že subjekt splní svůj závazek.

A

Vysoká pravděpodobnost, že subjekt s tímto hodnocením splní svůj závazek.

BBB

Lehké riziko, že subjekt nebude schopen splnit svůj závazek. Toto riziko ovšem pravděpodobně zmizí v blízké budoucnosti.

BB

Existuje riziko, že subjekt nesplní svůj závazek. Budoucí vývoj nemusí být nutně pozitivní.

B

Subjekt podléhá reálnému riziku, které je ovlivněno ekonomickým vývojem. Jeho schopnost splácet není zcela jistě daná.

CCC

Existuje reálné riziko, že tento subjekt nebude schopen dostát svých závazků. Také lze pozorovat reálnou možnost bankrotu subjektu.

CC

Existuje velmi reálná šance, že tento subjekt v nejbližší době zbankrotuje.

C

Tento subjekt je na hranici bankrotu. Bankrot je v nejbližší době téměř jistotou.

D

Zkoumaný subjekt je aktuálně v bankrotu a není schopen dostát svých závazků.

Rating and Investment Information

AAA

Nejvyšší udělené hodnocení. Schopnost subjektu splácet své závazky je ovlivněna mnoha pozitivními faktory.

AA

Velmi vysoká schopnost subjektu splácet své závazky. Tato schopnost je ovlivněna pozitivními faktory.

A

Vysoká schopnost subjektu splácet své závazky. Tato schopnost je ovlivněna několika pozitivními faktory.

BBB

Subjekt s hodnocením BBB podléhá velmi nízkému riziku neschopnosti hradit své závazky. Pouze několik faktorů je třeba hlídat, aby jejich vývoj neohrozil investora.

BB

Subjekt je aktuálně málo rizikový, tento fakt se však může změnit. Investor by měl sledovat větší počet faktorů, které by mohly ovlivnit jeho investici.

B

Schopnost subjektu splácet je nejistá. Ačkoliv investor nemusí očekávat bankrot, měl by sledovat nepřetržitě vývoj velkého počtu faktorů.

CCC

Schopnost subjektu splácet je velmi nejistá. Investor by měl počítat i s rizikem bankrotu.

CC

Všechny faktory ukazují, že subjekt v nejbližší době bude podléhat bankrotu. Jeho schopnost splácet je takřka nulová.

D

Subjekt se nachází v bankrotu a nebude schopen splatit své závazky. Investor musí očekávat ztrátu jak na úrocích, tak na investovaném kapitálu.