

S těmi možnostmi finanční ministři rakouští ani uherští v letech sedmdesátých minulého století a také nikdy dříve nepočítali a tím se zle prohřešili proti financím státním. Za chyby ty pykáme těžce nyní tím, že musíme platit svým věřitelům na věčné doby o mnoho a mnoho milionů korun ročních úroků více.

Ovšem té chyby se nedopouštěly jen finanční správy naše, nýbrž skoro všech moderních států.

7. O vydávání a emisních kursech státních půjček.

Státní dluhy původně vznikaly stejně, jako dluhy soukromé, i stejnou formou byly uzavírány. Bylo tedy zvykem upisovati dluhem právě týž peněžitý obnos, jaký byl věřitelem skutečně dlužníkovi vyplacen.* Snad někdy byly úroky napřed odečítány od dlužné sumy, ale to celkem dělo se zřídka.

Ovšem státní dluhy brzy se začaly podstatně lišiti od soukromých dluhů, jelikož se stávaly závazky dlouhodobými, které se pravidelně v určité době ani nesplatily, nýbrž se z nich důchody pravidelně prodlužovaly, až konečně vznikly ustavičné t. zv. »věčné« renty (*«e w i g e R e n t e n», p e r p é t u i t é e s»*). V Nizozemí, ve Francii a ve Velké Británii se ujal zvyk, že se ty renty zapisovaly do hlavní knihy státních dluhů, o níž už se stála zmínka,** a z které se mohly výpisy jako samostatné hodnoty předávati (prodávati, postupovati, děditi, darovati atd.). Tím se vyvinul trh na státní dluhy, který se přiřadil na burse k trhu s cennými papíry vůbec.

Státní dluhy nebo úpisy na ně, ať si to byly už výpisy z hlavní knihy jejich, či ať to byly samostatné dluhopisy na jistou částku dluhu (částecné nebo dílčí státní úpisy), staly se všeobecně hledaným a oblíbeným zbožím pro ty, kteří chtěli své kapitály pohodlně a poměrně jistě na úroky uložití. Cena jejich se ovšem záhy upravovala podle obvyklé úrokové míry, i mohla tedy se odchylovati od nominální sumy dluhu. Takovým způsobem na bursách umlouvané ceny státních částecných dluhů (výpisů z hlavní knihy nebo částecných dluhopisů) staly se rozhodujícími také mimo bursu a bývaly zaznamenávány a vyhlášovány, až nabýly jisté úřední povahy.

* Byly často také dluhy ty krátkodobé a již z té příčiny neoplácel stát více nežli co půjčkou opravdu dostal.

** Také je o ní jednáno v mých »Cenných papírech« str. 14. a 15.

Podle cen těchto se řídili také věřitelé, když stát se o úvěr ucházel a stanovili úrokovou míru, na jakou byli ochotni státu půjčiti.

Ale zásadně se trvalo dlouho na tom, aby upsaná suma dluhu nebyla vyšší, než co stát skutečně obdržel od svých věřitelů; tedy při různých výpůjčkách státních bylo také různé úrokovací procento umluveno podle obvyklé výše úrokové míry. Proto státní dluhy nebyly jednotného rázu; jejich úroková míra měnila se dosti rychle v různých dobách. Pravidelně stát v nesmázích povoloval značně vysoká procenta úroků; ale hojnější kapitály umožnily občas výpůjčky za levnější sazby úrokové. Takových příležitostí stát ochotně použil již záhy a splácel starší, výše úrokované dluhy novými, vydanými na nižší úrok. V Anglii na př. hned brzy po ukončení války o dědictví španělské byly konvertovány státní dluhy výše úrokované na 5%ní.

Ano po r. 1720 podařilo se snížit úrokovou míru u všech anglických výpůjček vyššími procenty úrokováných na 4% roční. Nové půjčky ku př. v r. 1726 mohly být vydány na plně splacenou nominální výši při úrokové sazbě jen 3% ročních! Ovšem Anglie tehdy jen málo úvěru potřebovala a spíše své starší dluhy splácela, než aby nových přidělovala. Úvěr anglický tak se zlepšil, že nové 3% konsoly v letech 1730—1742 prodávaly se dosti vysoko nad pari a dostoupily až na 107% nominálního obnosu. Tehdy jenom umíněnost finančního ministra Roberta Walpole-a překazila zcela lehkou konversi 4%ního státního dluhu a l pari ve dluh 3%ní, jak už o tom se zmínka stala.

Ale co nechtěl v té době učinit R. Walpole, to zdařilo se za mnohem méně příznivého stavu na trhu peněžním ministru Pelhamovi v letech 1750—1757. Konverse 4%ních konsolů z větší části byla provedena postupným snížením napřed na 3½%ní úpisy, které po sedmi letech staly se 3%ními, kdežto menší část byla později (1755) najednou hned konvertována ve 3%ní konsoly. Od r. 1757 měla pak Anglie pouze jednotný typus státního dluhu, totiž 3%ní konsoly.

Podobně také v Nizozemí podařilo se během 18. století skoro všecken státní dluh převést na 2½%ní roční úrokování a úvěr státní byl tam tak upevněn, že 2½%ní dluhopisy měly cenu pravidelně vyšší, nežli zněla jejich nominální suma.

Je jistě pochopitelné, že stále tak příznivý stav státních financí anglických kolem polovice 18. století upevnil u anglické finanční správy názor, že se nesmí draze vypůjčovati, než na 3% ročně. Ale to bylo pouhou nešťastnou smyšlenkou (fikcí) vůči velikým nárokům, které Velká Británie musila později činiti na úvěr. V době necelých 30 let, napřed za války sedmileté a hned po ní v zápase proti odbojným osa-

dám severoamerickým přidělalo se anglického státního dluhu na tehdejší dobu obrovskou sumou přes 200 mil. £ (blízko k 5000 mil. K).

Skutečně Anglie nemohla prosadití vůči svému stále rostoucímu dlužení roční úrokovou míru 3%ní, nýbrž požadovaly a musily se povolití úroky mnohem vyšší: na 4%, na 5%, ano někdy až blízko k 6% ročně. Ale konservativnost a umíněnost britických finančních ministrů svěhlavě již ustrnula na typu 3%ních konsolů, od kterých za žádných okolností nechtěla ustoupití. Tato umíněnost stála ovšem Velkou Británii mnoho velikých obětí a vyžádala si mnohem vyšší nominální zadlužení než bylo nutné, arci tím také vysoké břímě úrokové stalo se trvalým a nedalo se později zmírnití. Renty 3%ní nemohly se konvertovatí více než po celé století a původní skutečně příliš vysokým procentem placený úrok z nich bylo nutno dávatí až do r. 1889, kdy teprve Goschenovi se podařilo úrok ten — ovšem celkem jen nepatrně — zmírnití. [Již bylo poukázáno, že původní asi 5½%ní faktický úrok, placený z 3%ních konsolů Goschenovou konverzí se toliko zmírnil postupně na 5.04% a 4.58%, placená dosud.]

Jednotlivé půjčky, když byla nominální roční míra úroková pouze 3% ročně, prodávaly se až za kurs 54%, ano i níže. Za těch podmínek ovšem skutečné procento roční bylo $300 : 54 = 5.5555 \dots \%$, ale za to dluh nominální vzrostl v poměru $100 : 54$, t. j. za 100 £ musilo se upsatí 185.185... £.

A podobně nešťastným způsobem byly dělány dluhy také v pohutých dobách 1793—1815. Nových dluhů v této době bylo vydáno téměř 774 mil. £ nominální sumy,* ale skutečně anglický stát dostal vyplaceno jen asi 493 mil. £. Byl tedy průměrný kurs výpůjček sotva 63¾% a upisoval se dlužný kapitál průměrně asi o 57% vyšší, než co činila vyplacená suma. Vysoké původní úroky, průměrně ročně nejméně 5% až 5½% i více — (jelikož se tu jednalo také o renty nominálně 4%ní a 5%ní) — byly pak placeny stále až do Goschenovy konverze v r. 1889, ale ani Goschenovou konverzí se nesnížily komečně než asi přes 4% až 4¾%. A to je nyní na úvěr anglický, kde při jednotlivých výpůjčkách trvale se snížil a snížití mohl úrok až na 2½% ročně, zajisté přespříliš vysoké procento.

* Nebyly pak už vydávány výlučně jen 3%ní konsoly, nýbrž také 4%ní a 5%ní, když kurs 3%ních byl příliš nízký. Ale většina půjček byla přece jen v konsolích 3%ních. Vedle »věčných« rent byly věřitelům dávány nádavkem ještě renty dočasné a doživotní. Tím podmínky dlužení se stávaly ještě těžšími, ale stát se tím aspoň nevázal na věčné doby zvýšeným kapitálem nominálním.

Státy právě při svých dluzích nesmějí zapomínati, že se jedná o závazky na velmi dlouhé doby, ba jak nyní stále státních dluhů přibývá, jsou to mapořád povinností v dohledných dobách nesplacitelné. Jednotlivý stát je ovšem v okamžité tísní nucen povolovati úroky vysoké, amo často jest úvěr možno dostati toliko za podmínky skoro lichvářské. — Dokladů mnoho zde již bylo v tom směru uvedeno z historie všeho státního dlužení.

Ale taková úvěrní tíseň bývá pro každý stát vždy jen dočasná. I nejhudší země se špatným hospodářstvím dočkávají se dob, kdy se jim snadno a v hojnosti podává úvěru za mírnou sazbu úrokovou. Amo i státy, které několikrát své věřitele zklamaly a trvale poškodily, mohou skoro s jistotou počítati, že snadno své tíživé dluhy ve vhodné době promění v dluhy s lehčím úrokovým břemenem. Příkladů z historie státního dlužení bylo hojně již pro to zde podáno.

Ai zrovna znamenitým prostředkem k využitkování levnějšího úvěru, kdykoli je k tomu situace úvěrního trhu příznivá, mají státy v částečných dluhopisech nebo v zápisích státního dluhu ve hlavní knihu jejich: Stát, který kdysi musil svoliti k vyšším úrokům, nežli se mu později v příznivější době nabízejí, může starý, nepříznivý proň dluh splatiti novým za nižší úrok.

Pravidelně však není ani potřebí takového skutečného splacení staršího dluhu. Staří věřitelé obyčejně nemohou také na vyšší úrok tak bezpečně uložití své peníze, než na jaký stát novou půjčku dostává. Proto se tito staří věřitelé beze všeho po většině spokojí nižším úrokem, kterým jim stát nabídne podle platné míry úrokové. Takové snížení úrokového procenta čili t. zv. konverze dluhů může stát provésti, kdykoli je k tomu vhodná doba při hojně nabídkce kapitálů za nižší úrokové míry, a celi když si sám k tomu nezamezil cestu nevýhodným prodejem půjčky za nízký emisní kurs a již předem na tak nízké nominální procento, které již nelze snížití patrněji.

Když stát vydává půjčku a pari, třeba na sebe vyšší procento, může později při kleslé úrokové míře půjčku tu buď splatiti novou na nižší úrok, nebo ji konvertuje prostě snížením úrokového procenta dosavadním věřitelům. Dejme tomu, že si stát vypůjčil 1000 mil. frs na 8% ročně a když neupsal vyšší dluh než právě 1000 mil. frs, bude nucen platiti sice ročních úroků 80 mil. frs do té doby, pokud běžná úroková míra neklesne pod sazbu 8% ročně. Ale jakmile by se později státu naskytla možnost vypůjčiti si na př. na 6% ročně, splatí starou 8%ní půjčku výtěžkem nové 1000 mil.

frs na 6% a jeho úrok klesne na 60 mil. frs ročně. Kdyby později úroková míra pro stát poklesla až na 4%, mohl by zase novým dluhem 1000 mil. frs na 4% platit starý 6%ní a jeho úrok roční by se zmenšil na 40 mil. frs ročně. Pravidelně ani nebylo by potřebí nové půjčky k tomu cíli, nýbrž stačil by pouhý přepis úrokovacího procenta s 8% na 6% nebo podruhé s 6% na 4%, a by se postupně břemeno úrokové snížilo až na polovičku.

Ale jinak je tomu, když stát vydal půjčku za nízký emisní kurs. Dejme tomu, že onen stát, když byla proň úroková míra 8% ročně, vydával přece půjčku 4%ní a že následkem toho dostal jen z ní kurs 50%. Tu patrně si také vypůjčil na 8% ročně, ale půjčka zněla na dvojnásobnou sumu 2000 mil. frs 4%ních (2000 mil. frs po 50% = 1000 mil. frs skutečně vyplacených).^{*} Kdyby později klesla úroková míra na 6%, neměl by z toho stát dlužnický žádného zisku. Neboť konverse dluhu, která byla možná při půjčce 8%ní a kterou se uspořilo ročně 20 mil. frs úroků, vedla by při nominální 4%ní půjčce jen ke zvýšení úrokového břemene, jelikož 4%ní půjčky bylo vydáno s tímž výsledkem 2000 mil. frs a 6%ní úrok z té sumy by činil 120 mil. frs ročně. Ani když úroková míra klesla až na 4%, nemá z toho dlužník nominální půjčky 4%ní (při 2000 mil. frs) žádný zisk, jelikož 4%ní úrok ze 2000 mil. frs činí stále 80 mil. frs. [Proti tomu při půjčce 8%ní 1000 mil. frs činila by úspora již polovinu úroků, čili 40 mil. frs ročně.] Tak se mstí vydávání půjček na nízká nominální procenta za nízký výplatní kurs.

A přece stále se to opakuje, že státy se zadlužují vydáváním půjček na nominálně nízké procento, prodaných za nízké kursy emisní. Děje se to často bez jakékoli myšlenky na budoucnost, z pouhého konservativního zvyku, a že je tu ustálený typ úrokovací. Tak má př. u nás se stále vydávají 4%ní renty, ačkoli nyní běžná úroková míra překročila pro stát 4½% a blíží se 5% ročně. Trvají za těch okolností na ustáleném typu 4%, jest osudným poblouzením.

Amo, jde se tak daleko, že se finanční správě přímo až i zákonem (finančním o rozpočtu) ukládá, aby se držela ob-

^{*} Podobné příklady nejsou snad jen prostě smyšlené. Roku 1876 v prosinci bylo prodáno 40 mil. zl. ve zlatě = 100 mil. frs 4%ní rak. zlaté renty za kurs 53⅞%, tedy přibližně skoro tak nevýhodně jako nahoře předpokládáme. — Podobně v r. 1816—1817 za 120 mil. frs 5%ní francouzské bylo strženo jen 68¼ mil. frs, tedy byl emisní kurs asi 57¼% a faktické úrokování bylo skoro 8¼% ročně. — Amo, Společnost rak. jižní dráhy prodala jednu emisi 3%ních priorit za kurs jen 34⅞%! Roční úrokování tu bylo na 8.6% a nemůže se snížit, pokud běžné úrokování neklesne pod 3% ročně.

vyklého typu nominálního pevného procenta úrokovacího. A přece by se mělo vždy nominální úrokování volit přiměřeně dle běžné úrokové míry, dle stavu trhu, tak aby se nominální suma dluhu kryla co možná s tím obnosem, který stát skutečně vyplácený dostane. Ovšem jistá nepatrnější odchylka nominální sumy by ještě nevadila, kdyby jinak podmínky výpůjčky byly příznivější.

Vůbec je lhostejno, zdali je nominální procento půjčky zaokrouhleno. Je sice zvykem a bývalo tak tím více dříve, že se volila celistvá procenta, nejvýše že se připouštěly nejjednodušší zlomky jejich ($\frac{1}{2}$ nebo $\frac{3}{4}$) a vedle toho se hledělo co možná omeziti počet rozmanitých typů nominálního úrokování. Tak převládá v naší monarchii skoro vylučně typ 4%ní, ve Francii 3%ní, v Itálii 3 $\frac{1}{2}$ %ní, v Anglii 2 $\frac{1}{2}$ %ní; kdežto v Německu již nejsou tolik úzkostliví, tam jsou vedle sebe četné konsoly 3%ní stejně jako 3 $\frac{1}{4}$ %ní a 4%ní.

Ale skutečnost a poměry vynutily si přece zcela odchýlné a málo zaokrouhlené typy nominální míry úrokové. V Itálii (následkem zdanění) měly renty 4.56%ní a 2.736%ní a později renty 4.34%ní a 2.604%ní, vedle dluhopisů 2.8644%ních a nevadila tato naprosto mezaokrouhlená procenta oběhu o něch rent. A až do r. 1912 měla Itálie vedle sebe tyto různé typy nominálního procenta úrokovacího pro státní dluhopisy: 4 $\frac{1}{2}$ %, 3 $\frac{1}{2}$ %, 3 $\frac{1}{4}$ %, 3.3%, 3%, 2.4% a j. v. (z nichž rokem 1912 mizí typ 3 $\frac{1}{4}$ %). U nás obíhaly a bez závady na burzách se současně prodávaly státní úpisy 5 $\frac{1}{2}$ %ní, 5 $\frac{1}{4}$ %ní, 5%ní, 4 $\frac{1}{2}$ %ní, 4 $\frac{1}{4}$ %ní, 4.65%ní, 4.2%ní, 4%ní, 3.6%ní, 3 $\frac{1}{2}$ %ní, 3.2%ní, 3%ní atd. Jaká tedy spása se má čekati od jedno-
tného zaokrouhleného typu nominálního procenta pro státní i jiné úpisy prodávané na burse? Je to pouhá záliba v uniformitě a je to pověra, která takto vládně při finančních správách i v parlamentech, která strašně draho, ročními závazky mnohých a mnohých desítek milionů korun byla placena skoro ve všech státech. A přece je těžko, ba nemožno pověry takové vymýtiti, ba jen lidí k tomu přivésti, aby přece o nich trochu přemýšleli a rozvažovali.

Snad když dlužník (stát nebo jiný uchazeč o úvěr) vydává půjčky s nízkým nominálním procentem úrokovacím a upisuje za to mnohem vyšší nominální dluh, dostane opravdu půjčku na nižší úrok nežli je běžná jímak úroková míra? Snad se tím vyváží vyšší zadlužení (vyšší nominální suma dluhu), že se platí po dlouhé doby, než by konverse dluhu byla možná, mnohem menší úroky? Kdyby tomu tak bylo, mohlo by se podle příznivější nabídky voliti ně-

kydy také nižší nominální procento za nižší kurs emisní. Ale musilo by se přece aspoň počítati a uvažovati, zdali je vhodné voliti nízký kurs emisní při nižším nominálním procentu, či raději vyšší nominální procento co možná za paritní kurs neb i nad pari. [Také se dosti často podařilo prodati půjčku za kurs nad pari.] — Než nominální procento úrokovací bývá voleno podle bezmyšlenkového zvyku, osudnou touhou po uniformitě a zdali je vhodné při něm vytrvati, to se vůbec nepočítá, ba na to se vůbec ani nepomýšlí, ani o tom neuvažuje.

Že je tomu tak, pro to se najdou steré doklady při skutečně vydaných státních dlužích v různých státech: Někdy se totiž vydávaly půjčky na různě vysoká nominální procenta skoro současně a mohlo se viděti hned, jak nevhodné je dělati zbytečně vysoký nominální dluh a přece se stále podobné chyby opakovaly a dělají se podnes.

Uvedeme některé skutečné doklady pro to: Ve Francii v r. 1859 byla současně při téže současně jediné emisi zároveň podána 4½%ní renta za kurs 90%, kdežto 3%ní docílila jen kursu 60½%. Jinými slovy:

Kdo tehdy složil hotově 90.000 frs, dostal ve 4½%ní rentě 100.000 frs nominálních úpisů a měl roční důchod 4500 frs. Za touž sumu však jiný věřitel dostal zároveň 148.760·3 frs nominálních ve 3%ní rentě, z níž byl roční důchod jen o málo menší totiž 4462·81 frs. Tedy upisovatel 3%ní renty dostával za touž sumu v hotovosti (90.000 frs) jen o 37·19 frs ročně menší důchod čili jen asi o ¼% proti důchodu z renty 4½%ní zmenšený, kdežto jeho kapitál nominální byl o 48·76% vyšší nežli kapitál renty 4½%ní. Na Francii přišly pak těžké politické i hospodářské pohromy a francouzský úvěr zle se zhoršoval, zejména po válečných meštětích v letech 1870 a 1871; byly tedy doby ty zvláště nepříznivé pro konverzi rent 4½%ních, jako málo kdy před tím. Ale již přece za dvacet let potom v r. 1879 mohla se renta 4½%ní zcela hladce konvertovati na 4%ní ad pari. [Byla konverse ta ovšem možná i ve všech letech potom následujících.] Tím se mohl úrokový důchod z renty koupené v r. 1859 za 90.000 frs snížit o 500 frs ročně (na 4000 frs ročně); byl by klesl tak proti důchodu z renty 3%ní za touž sumu koupenému o 462·81 frs ročně. Ovšem majitel 4½%ní renty po dvacet let požíval o 37·19 frs ročního důchodu vyššího. Kdyby však se byly tyto vyšší důchody ukládaly a stále úrokem na úrok po 5% ročně se úrokovaly, byly by za těch 20 let teprve vzrostly na úsporu celkovou asi 1230 frs. — A tyto

předpoklady 5%ního stálého úroku byly by pro věřitele jistě velmi příznivě smyšleny. — Tato úspora by se byla po konversi provedené v r. 1879 zcela pro věřitele ztratila již dříve než za tři leta a tedy od r. 1883 počínaje by už majitel 4½%ní renty byl měl stále menší důchod roční o 462'81 frs nežli ten, kdo si koupil za touž sumu v r. 1859 3%ní rentu. Od r. 1894 byla pak možná konverse renty 4%ní na 3%ní al pari, tak že by majitel původní 4½%ní renty (za 90.000 frs koupené) měl už jen 3000 frs ročního důchodu a tedy o 1462'81 frs byl by jeho roční důchod menší nežli důchod onoho majitele renty 3%ní, který ji za 90.000 frs současně koupil (v r. 1895), a která nemohla býti konvertována do dnešního dne a nebude jistě ani v dlouhé dohledné době důchod její z menším. A kdyby ke konversi úspěšné i došlo, snížil by se tím důchod stejně i z oné renty původně 4½%ní a snížení to by ostatně bylo nepatrné, protože úroková míra sotva klesne tuze hluboko pod 3% ročně.

Z tohoto příkladu je už zřetelno, jak málo věřitelé cení zisk, který jim ve vzdálené budoucnosti jistě k y n e z nízkých prodejních kursů státních půjček. A je to zcela přirozeno. Věřitelé nabývají z velké části dluhopisů jen pro kratší doby a nepočítají pravidelně, než na zisk, který jim vyplyne bezprostředně v krátké době po koupi. Delší na několik roků rozpočtené výhody nebývají rozhodně ani příliš brány v úvahu. Na kursu půjček se ovšem také může vyzískati a často se přímo za tím účelem cenné papíry kupují. Ale vždy se jedná o zisk v kratších lhůtách a toho lze docílití stejně, ať si papíry byly vydány na nižší nebo vyšší kurs, jen když ten kurs nedostihl nebo nepřekročil parity (výše nominální). [Pouze když kurs papíru je stejný s nominální výší nebo vystoupil nad ni, není příliš pravděpodobno, že by stále ještě stoupal, jelikož pak vždy může býti úrokový důchod snížen konversí.]

Proto věřitelé pravidelně při emisích, i když cenných papírů za nízké kursy nabývají, hledí především jen na úroko v ý r o č n í d ů c h o d. Možné větší výhody, že důchod ten je trvalejším a že je na delší doby zabezpečen proti konversím na nižší úrokovací procenta, jednotlivým věřitelům mezdají se tolik prospěšnými, aby je mnohem dráže cenili. Ba někdy výhod těch vůbec ani nedbají, když bez toho papíry hledí držeti jen kratší dobu. — Pro dlužníka je to ovšem důvodem, aby zbytečně svou posici nezhoršoval přejímáním vyššího dluhu při stejné úrokové míře, aby tak si nebral možnost příštího snížení úrokového břemene, když mu to věřitel nechce řádně vynahradiť snížením běžného úroku.

Skutečně provedené současné emise rent úrokovaných různým nominálním procentem byly pro to také u nás a v Německu velmi pádnými doklady: V r. 1882 byla vydána 5%ní rak. papírová renta za kurs 92¹/₈%, kdežto za 4·2%ní (sjednocenou) rentu papírovou se stržil kurs v r. 1882 jen 76·75%.

Podle těchto kursů platil rakouský stát

v roku 1882 v rentě sjednocené skutečný úrok ročních 5·472%
v rentě 5%ní skutečný úrok ročních . . . 5·427%

V onom roku byly roční úroky při výpůjčkách na sjednocenou rentu značně ještě vyšší, nežli na rentu 5%ní. A přece bylo nominální zadlužení při rentě sjednocené nepoměrně větší, nežli při rentě 5%ní; v roku 1882 při témž splaceném obnosu byl na rentu sjednocenou dluh nominální o 20·03% vyšší, nežli v rentě 5%ní a při tom ještě skutečně placený úrok byl velmi znatelně v rentě sjednocené větší. Aby se stržila táž suma peněz, co za 10 mil. K 5%ní renty, bylo by se musilo v r. 1881 vydati 12·003 mil. K renty 4·2%ní; úrok z 10 mil. K renty 5% činil však pouze ½ mil. K ročně, kdežto roční úrok z 12·003 mil. K renty 4·2%ní byl 504·126 K, tedy o 4126 K větší. Proč se za těch poměrů vůbec ještě vydávala sjednocená renta, bylo by zřehla nepochopitelné, kdyby nebyla vydávána dle ustanovení zákona, známá to už »uměřovací renta« (ke splácení umořovaného všeobecného dluhu každoročně emitovaná).*

Že věřitelé skutečně se neohlíželi na vysoký nominální dluh při rentě sjednocené, to lze také doložití ze současných kursů rent 5%ní a sjednocené renty v ty dny, kdy byla emitována 5%ní renta papírová:

Den vydání 5 ⁰ / ₀ ní renty papírové	současný kurs renty 5 ⁰ / ₀ pap.	součas.kurs 4·2 ⁰ / ₀ nírent. ty sjednoc.	skutečný úrok roční z renty 5 ⁰ / ₀ ní	z renty 4·2 ⁰ / ₀ ní
20/3 1881	94·60	74·35	5·29%	5·65%
13/4 1882	92·55	76·25	5·40%	5·51%
10/4 1882	92·38	76·55	5·41%	5·49%
11/5 1889	93·28	78·65	5·36%	5·34%
21/4 1884	95·53	79·90	5·23%	5·26%
20/3 1886	101·80	85·20	4·91%	4·92%
0/4 1887	97·03	80·65	5·15%	5·21%
14/5 1887	97·13	81·40	5·15%	5·16%
15/0 1887	97·05	81·60	5·15%	5·15%
23/11 1888	97·45	81·85	5·13%	5·13%**

* Papírová renta 5%ní mohla býti v r. 1896 nebo v r. 1897 konvertována ve 4%ní rentu al pari (edy za 15 let). [Skutečně byla před časně konvertována v r. 1893 za kurs 92%, o čem už byla řeč.] Pak by po konverzi úrok z 10 mil. K činil jen 400·000 K, kdežto z renty sjednocené s týmž výtěžkem pro dlužníka byl stále 504·126 K o tolik značně vyšší.

** Tabulka ta je vzata z mých »Cenných papírů« str. 224.

Ti, kdo kupovali rentu sjednocenou, žádali po většině tytéž úroky, — a no někdy i vyšší, — jako ti, kdo nabývali renty 5%ní, ačkoli nominální zadlužení průměrně při rentě sjednocené bylo asi o 19% vyšší, než při rentě 5%ní!

Totéž se mohlo pozorovati při říšských německých a pruských rentách 3%ních a 3½%ních. V letech 1891 až 1894 vydáno bylo od finančního ministra pruského Miquela 570 mil. M 3%ních rent za průměrný kurs asi 84·80%, kdežto v téže době říše Německá vydala 3½%ních rent 107·7327 mil. M za průměrný kurs 99·36%. [Úvěr říšský jinak je s pruským úplně stejný, jelikož často se půjčky pruské i říšské současně za týchž podmínek ve společné emisi prodávají.] Skutečné úrokování v dluhopisech 3½%ní renty říšské bylo tedy 3·52% ročně, kdežto v dluhopisech 3%ní renty pruské bylo 3·54% ročně, značně vyšší, ačkoli při rentě 3%ní se upisoval dlužný kapitál o 17% vyšší, nežli při rentě 3½%ní.*

Také u nás renty 3½%ní nedávají podstatně nižší úrok, nežli renty 4%ní. Tak byly průměrné kursy rent rakouských a jich skutečné úrokování:

	kurs rakouské renty 4%ní	skutečný úrok roční	kurs rakouské renty 3½%ní (investiční)	skutečný úrok roční
1899	100·39%	3·98%	87·97%	3·98%
1900	98·17%	4·07%	84·75%	4·13%

Roku 1899 bylo u obou rent skutečné úrokování úplně stejné, ano v r. 1900 byla 3½%ní renta investiční přímo vyšším skutečným procentem úrokována, nežli renta 4%ní. A když letošního roku následkem poplašných zpráv válečných kursy rent velmi silně poklesly, nebylo podstatného rozdílu ani nyní mezi skutečným úrokem z rakouské renty 3½%ní a 4%ní. Dne 8. listopadu 1912 byla 4%ní korunová renta rak. za 85·30, kdežto rak. renta investiční 3½%ní za 75—. Podle těch kursů byl z renty 4%ní skutečný roční úrok 4·69% a z renty 3½%ní jen zcela nepatrně menší, totiž 4·67% ročně.

Podobně je tomu při rentách uherských. Dne 8. listopadu 1912 byla 4%ní korunová renta uherská za 84·70 a uherská investiční 3½%ní za 73·50. Úrokování podle renty 4%ní bylo skutečně 4·72% ročně, podle 3½% renty bylo 4·76% ročně,

* Později po r. 1894 bylo ovšem už výhodnější po nějakou dobu vydávati 3%ní renty, protože 3½%ní renty vystoupily nad paritní cenu a nestoupaly dále, kdežto renty 3%ní se přibližovaly paritní ceně. Ale již zase v r. 1901 prodala se pruská 3%ní renta 300 milionů M jen za kurs 86¼% a tedy úrok byl 3·46% ročně; renty 3½%ní se mohly prodati skoro za paritní cenu. Proto bylo také již v r. 1901 pechybeno vydávati rentu 3½%ní.

tedy přímo patrně vyšší, nežli při uherské korunové rentě 4% ní.

Zejména tenkrát, když úvěr státu je z jakékoliv příčiny stížen nebo zdražen, neběrou věřitelé naprosto žádného zřetel na to, že by mohli vyzískat z nízkého emisního kursu. Ty doby, v kterých by takový zisk se mohl uplatnit ve vyšších kursech, jsou věřitelům příliš dlouhé a pro ustavičné dlužení státu věřitelé nemohou a nechť se jich ani dočkati. Proto se v takových dobách stíženého úvěru státního spíše a lehčeji vypůjčí na nominální vysoké procento, nežli na nominálně nízké a často bývá skutečné úrokování při nízkém nominálním procentu vyšší, nežli při procentu nominálním vysokém. Tak tedy oběti dlužícího se státu, tím, že se upisuje vysoký nominální dluh, nejen že jsou zcela nadarmo, nýbrž vzbuzují u věřitelů ještě podezření a vyvolávají často naopak jen tvrdší podmínky hned pro okamžik; ale nezměrné škody přinášejí v budoucnosti teprve, jelikož nepřiměřeně vysoké úrokování pajišťují věřitelům na stálé doby také tehdy, kdyby úroky později dávno už mohly býti zmírněny. A přece od těch tak strašně osudných poblouzení a těžko pochopitelných chyb nebýlo lze finanční správy skoro všech států odvrátiti nejen v minulosti, nýbrž těžká poblouzení ta se podnes opakují tvrději ještě stále. Stát sice takové chyby všecky pravidelně přečká, jeho úvěr je pravým mezníkem, ale co tu zcela zbytečných břemen pošetile se navaňuje na bedra poplatného lidu, který je skutečně po většině také lidem chudým. [Tady doslova právě platí rčení: »misera contribucens plebs«, která po výtce musí naplňovati pokladny státní.

Tyto pochybené způsoby dlužení na nízká nominální procenta se zvýšeným nominálním zadlužením mají kromě toho velice zhoubný vliv nepřímý; zmenšuje se tím v budoucnosti možná konkurence věřitelů pro nové půjčky na úvěrním trhu.

Nízkými emisními kursy rozmnožují se zcela zbytečně, úvěrní kapitály, které jsou zprva sice jen zdánlivé (nominální), pokud je úroková míra stejně vysokou nebo pokud snad i stoupá. Ale jakmile úroková míra klesá, ony pouze zdánlivé (nominální) kapitály nabývají ponemáhlu skutečné ceny. Cena dluhopisů s pů-

vodně nízkým úrokem volených a na příliš vysokou jmenovitou sumu vydaných přibližuje se tím více nominální výši, čím více běžná míra úroků blíží se původně nízkému nominálnímu procentu. Ke koupi takových hodnot, které dříve byly jen nominální, při klesající úrokové míře spotřebuje se stále více kapitálů a kapitály ty pak scházejí na úvěrním trhu (na př. na burse, v bankách a jinde) při konkurenci o nové hodnoty. Tak uměle se vlastně úrok ustaluje na vyšší úrovni, nežli na které by se jinak nedovedl udržeti. [Jinými slovy: věřitelům se udržuje vyšší důchod než by ho jinak měli.]

Kdyby nebylo mnoho půjček pod nominální úrovní emitovaných, stoupala by sice také cena úpisů vysoko úrokováných při klesající běžné míře úrokové; ale stoupaní to by se dalo staviti konverzí vysoko úrokováných půjček na nižší úrok. Ale ani když se hned vysoko úrokované půjčky nekonvertují, nemohou příliš nad nominální úroveň se ceniti právě pro strach z možné konverse. Konvertované papíry nevážou pak nových kapitálů. Proti tomu při nízké volených nominálních procentech jsou konverse potud nemožny, pokud běžná úroková míra neklesne pod nominální procento, a snižování úrokové míry může se projevit pouze stoupaním cen útržních až k nominální úrovni dluhopisů. Tak ony vysoko volené nominální kapitály zprvu sice zdánlivě nabývají při poklesu úrokové míry skutečnosti a aktuality.

Znáznorní se to nejlépe číselným příkladem: Různí dlužníci (nebo jediný, na př. stát) při běžné úrokové míře 8% ročních uzavřeli celkový dluh 1000 mil. K a vydali naň dluhopisy 8%ní al pari, tedy v sumě 1000 mil. K. Klesne-li později úroková míra na 6%, stoupne sice cena 8%ních úpisů, ale zajisté nikoli o 33¹/₃%; neboť dlužníci mohou dluh konvertovati al pari na 6%ní a stlačiti jeho cenu zase na 1000 mil. K. Kdyby v dalších dobách klesla úroková míra na 4% ročně, zajisté by cena původně 8%ních úpisů nemohla vystoupiti na výši dvojnásobnou, tedy na 2000 mil. K; neboť zase by tu postupnými konversemi al pari nebylo více kapitálů vázáno než 1000 mil. K, jelikož by se 8%ní úpisy postupně al pari konvertovaly až ve 4%ní.

Ale zcela jinak je tomu, když při téže 8%ní úrokové míře se vydaly půjčky nominálně 4%ní za kurs 50%, tedy v nominální sumě 2000 mil. K. Také tu za platnosti 8%ní úrokové míry nepotřebovalo se sice k tomu více kapitálů nežli v hořejším (myšleném) pří-

kladě, totiž celkem 1000 mil. K. Ale jakmile úroková míra klesá pod 8% ročně, hned se na takové úpisys absorbuje mnoho kapitálů, které pak na nové dluhy ujdou a scházejí. Neboť když úroková míra všeobecně klesne na 6% ročně, stoupne cena 4%ních úpisů — která při 8%ním úrokování byla pouze rovna 1000 mil. K — postupně až na 1333 $\frac{1}{3}$ mil. K a na té výši se zcela jistě udrží, pokud úroková míra zase nevystoupne nad 6%. [V tomto případě byl by kurs 4%ních úpisů 66 $\frac{2}{3}$ %, což znamená 2000 mil. K (v 4%ních úpisech) po 66 $\frac{2}{3}$ % = 1333 $\frac{1}{3}$ mil. K.] Tak se absorbuje již trvale nových 333 $\frac{1}{3}$ mil. K kapitálů na skoupení 4%ních úpisů v ceně vystouplých; neboť konverse tu není možná. Tato značná suma ujde ze všeobecné kapitálové zásoby dlužníkům, nekonkuruje už na úvěrním trhu pro nové půjčky. — A když úroková míra klesne až na 4% ročně, tu by cena 4%ních úpisů vystoupila na 100% (čili na paritu), které však původně koupeny byly za 50%. To znamená pro tu sumu 4%ních úpisů v původní nominální sumě 2000 mil. K vydaných také 2000 mil. K tržní ceny. Tyto úpisys měly však při emisi jen cenu 1000 mil. K a tedy spotřebovalo se tu od ukladatelů 1000 mil. K na koupi oměch 4%ních v ceně tak vystouplých úpisů vydaných za kurs původně 50%. A tato kapitálová suma ušla vůbec z konkurence při nových půjčkách a netlačila nikterak na snižování úrokové míry. Proti tomu při 8%ních úpisech al pari vydaných zůstal kapitál ten postupnými konversemi stále stejným a je polovičním jako byl při emisi 4%ních úpisů (za kurs 50% vydaných), ač také na konci následkem konverzí není výše úrokován nežli 4% ročně. Tady patrně žádné nové kapitály se nespoteřebovaly na pouhé zvyšování ceny úpisů starých.*

* Zajisté není tu potřeby operovati smyšlenými příklady, ty proto jen byly uvedeny, aby se přehledněji mohla věc vložiti. V praxi jsou nescetné příklady podobných přehmatů (jako zase porážnu ovšem i doklady správnějšího postupu). A při tom nejednalo se snad o sumy jen 1000 mil. K, nýbrž o sumy daleko větší, které zajisté velmi mnoho vážily na trhu úvěrním. Na doklad, o jaké sumy se tu jen v jediném případě může jednati, poslouží nám dobře francouzské 5% renty v r. 1872 a 1873 vydané:

Těchto rent bylo prodáno v nominální sumě 6920 mil. frs, průměrně za kurs 83.7%. Bylo by tehdy bývalo jedině správným postupem vydati rentu 6%ní, čím by se bylo uspořilo nejméně 1100 mil. frs nominálního kapitálu. Ale i tak bylo velikým štěstím pro Francii, že se vydala renta 5%ní a nikoli 3%ní, jak to bylo ustáleným zvykem za vlády Ludvíka Filipa i za Napoleona III., ano zase později také v třetí republice. Renta 3%ní by nebyla docítila vyššího kursu než asi 50%. [Přibližně nebyly mnohem vyšší ceny její, v r. 1872 a 1873 kolísaly na burse mezi 53—54%; při tak obrovské emisi

Tedy stát, když lehkomyšlně emituje dluh na nízká nominální procenta za nízké kurzy, poškozujíc nejen svůj vlastní úvěr, odsuzuje se totiž sám na věčné doby k placení příliš vysokých úroků, ale kromě toho poškozujíc také úvěr ostatních dlužníků, jelikož se později tak zbytečně a uměle vážou nové kapitály stoupající cenou půjček na příliš nízké nominální procento vydaných a tím nekonvertovatelných. Při tom se dlužný stát nezavděčuje nijak ani dočasným věřitelům, kteří většinou nedrží vydané úpisy tak dlouho, aby jim veliké budoucí výhody z původně za nízký kurs vydaných půjček připadly. Pravidelně se výhody ty postupně roztrfíší na velmi četné následující vlastníky jednotlivých úpisů nebo částí dluhů. Proto nejsou také kupci takových dluhopisů ochotni k nějaké zvláštní a přiměřené náhradě za větší úroky, které se jim pro všechny budoucí doby pojišťují.

Ovšem někdy může přece býti dosti výhodno voliti trochu nižší nominální procento pro novou půjčku, když ná-

byly by se ceny její ještě řádně sřídily; ještě v r. 1875 byla cena 3%ní renty kolem 63%, kdy 5%ní renta vstoupila již patrně nad paritu. Právě tento nízkouký kurs 3%ní renty přiměl přece třetí republiku k volbě nominálního procenta pěti ročně. Škoda bylo pouze, že už se nevolil typ renty 6%ní.

Renty 3%ní bylo by se tehdy musilo vydati nejméně asi 11.500 mil. frs, tedy o 4580 mil. frs více než 5%ní a o tolik nejméně dnes více byla by měla Francie dluhů. Ale je možné, že by těch dluhů bylo ještě více přibývalo. Neboť do dneška od r. 1883 (tedy téměř po 30 let) ušetřilo se konversemi na úrocích napřed po 11 let po 346 mil. frs ročně, pak po 8 let po 103.8 mil. frs ročně, konečně po 10 let až dotud po 138.4 mil. frs ročně; celkem tedy téměř 2600 mil. frs zaplatilo se méně úroků po konversemi do dnešního dne, než by se bylo zaplatilo, kdyby byla vydána renta 3%ní místo 5%ní. A že by se tak ohromné sumy daly za 29 let v rozpočtech uspořít, i že by francouzský stát dále v budoucnosti mohl postrádati každoročně přes 138 mil. frs bez děláni nových dluhů, nelze si ovšem dobře pomyslíti.

Nuže, tyto 3%ní renty (v okrouhlé sumě 11.500 mil. frs) byly by neměly v r. 1872/73 ovšem vyšší ceny než oněch 6920 mil. frs renty 5%ní [při předpokládaných kursech rent 3%ních asi 50% nominálních a rent 5% asi 83 $\frac{1}{3}$ % nominálních.] Ale již v r. 1875 byla cena rent 3%ních patrně vyšší. Také renta 5%ní stoupala nad paritu, ale toto stoupání bylo brzo zastaveno; neboť již v r. 1883 byla 5%ní renta přepsána prostě v rentu 4 $\frac{1}{2}$ %ní a v r. 1894 v rentu 3 $\frac{1}{2}$ %ní a konečně v r. 1902 v rentu 3%ní, po každé bez jakéhokoli sebe menšího rozmnožení nominálního kapitálu. Tedy v r. 1902 měla původní renta 5%ní úplně již konvertovaná v rentu 3% cenu o něco málo větší než 6920 mil. frs (měla o něco nad nominále vyšší kurs); kdežto kdyby byla před 29 lety vydána renta 3%ní (v předpokládaném kursu 50%), byla by stoupila cena její přes 11.500 mil. frs. Byla by tedy původní tato 3%ní renta (místo 5%ní) pohltila ve zvýšené své ceně 4580 mil. frs, které pak byly volny pro jiné dlužníky.

hodou se opravdu tím docílí patrného značnějšího zmírnění dočasného úroku proti půjčkám na nominální vyšší procento. Ale takové příležitosti se naskytují dosti zřídka. Také tehdy se však musí dbátí, aby emisní kurs nebyl značně pod nominální výší. Pokaždé však nutno počítati a zkusiti, zdali a jak je půjčka taková výhodnou.

Takové zdařené emise na př. byly u investičních půjček 3½%ních rakouských a uherských a u půjčky 3%ní k úpravě Železných vrat. Rak. 3½%ní renta docílila subskripčního kursu 93½%, kdežto 4%ní kurzová renta by jistě byla jen docílila kursu jen málo nebo nic nad 100%. Tedy podle těchto subskripčních kursů dostali subskribenti 3½%ní renty roční úrok jen 3.74%, kdežto na 4%ní rentu byl by připadl úrok asi rovných 4%. Úrokový důchod věřitelů 4%ní renty byl by o $26 : 3.74 = 7\%$ asi vyšší, kdežto nominální kapitál 3½%ní renty bylo (proti rentě 4%ní) nutno zvýšiti také jen o 7%. Podle vši pravděpodobnosti nemohlo se tehdy ani douhati na blízko u možnost konverse 4%ní renty al pari ve 3½%ní a nyní je ta konverse naprosto nemyslitelná. Tedy emise 3½%ní rak. investiční renty byla jistě dobrou.* Ale takové emise lze připustiti jen, když jejich úspěch a prospěch je zcela zřetelný a naprosto nepopíratelný a když emisní kurs jen o málo procent zůstává pod nominální výší. Celkem podobných příznivých příležitostí naskytuje se jen velmi zřídka a ještě jen když stát nepotřebuje mnoho úvěru. Ostatně i tenkrát byla by lépe se ještě snad hodila renta 3%ní al pari.

Co platí o emisích nových půjček pod pari, platí ovšem rovně o konversemi, které se pod pari provádějí. Také takovými konversemi, které se zejména prováděly za kurs dosti hluboko pod nominální úrovní, udržuje se uměle úroková míra na vyšším stupni, než by jinak byla. Když se na př. místo 5%ní renty vydala renta 3%ní, ale v kursu počítaném po 75%, bylo rozhodně jediné správným vydati rentu 4%ní al pari. Za rentu 4%ní i 3%ní dostávali věřitelé v takovém případě sice stejný úrokový důchod, ale majitelům 3%ních dluhopisů se upisoval kapitál o 33½% vyšší, který pak při běžném poklesnutí úrokové míry na 3% se skutečně realizoval.**

* Od vydání investiční renty uplynulo už 15 let, za tu dobu se zaplatilo ze 100 K vypůjčených o $15.0.26 = 3.8$ úroků méně než by se bylo platilo za rentu 4%ní. Dosud tedy není vyrovnána kursovní ztráta mezi emisním kursem 93½% za 100 K nominálních; bylo by k tomu vyrovnání potřebí ještě dalších 10 let, neběre-li se arci zřetel na složité úrokování. Je viděti, že i tak malé rozdíly mezi cenou kursovní a nominální výší také značnějšími úrokovými úsporami mohou se vyrovnati teprve v dlouhé řadě let.

** Tak byla na př. provedena ve Francii za Karla X. konverse Vil-