

Při obou půjčkách 1906 a 1909 bylo nominálního zadlužení přiděláno zbytečně, dohromady 632 mil. frs.

Italské království trvá něco málo přes půl století; jeho dluhy tedy jsou z většiny přejaté závazky bývalých partikulárních států a mnoho je mezi nimi papírů železničních. Velká půjčka byla vydána v r. 1881—1882 k mápravě měny, totiž 729 745 mil. lir, které se úrokovaly nominálním procentem 4·34 (5% se srážkou 13·2%ní daně). Kurs byl sice 88¼%, ale, poněvadž část peněz byla dodána v méně hodnotném stříbře, tedy po odečtení provisi nebyl skutečný kurs čistý vyšší než 86%. Podle toho skutečné úrokování bylo 5·05% ročně, rozhodně nižší nežli současně v Rakousku. Později od r. 1895 dalším zdaněním kleslo toto úrokování na 4·65%. Konversí v r. 1906 klesl původní úrok napřed na 4·36 a od r. 1912 na 4·07%.

[Jestliže někdo při tom dobrovolně konvertoval po r. 1895 rentu 4%ní ve 4¼%, zůstalo jeho úrokování (oné půjčky) zprvu stejným, totiž 4·65% ročně, ale od r. 1903 však se zmenšilo o ½%, — ze 4¼% na 3¾% nominálních; — kleslo tedy na 3·62%. Tak silně se tedy redukoval původní faktický úrok 5·05%ní.]

Z této ukázky už je viděti, že Itálie dovedla své úrokové břímě velmi opatrně zmírniti, i když byly původní emisní podmínky dosti nevýhodné. Ovšem bylo v tom dosti patrného nátlaku na věřitele, jak se to jeví právě postupně zvyšovaným zdaněním i jiným příležitostným nucením.* Ale úvěr italský tím nijak neutrpěl, nýbrž naopak se zlepšil znamenitě.

9. Konverse státních půjček al pari.

Půjčky dlouhodobé, na neurčitou neb určitou dobu uzavřené, se strany věřitelovy nevýpovědné mají pro dlužníka neocenitelné přednosti, že může buď použití vhodně příležitosti ke snížení úrokového břemene, kdykoliv

* Na př. v r. 1866, když 5%ní italské renty měly na počátku kurs 65¼% a koncem roku jen 56¼%, bylo 400 mil. lir vnuceno domácím obyvatelstvu za kurs 95% (ve formě nucené půjčky). — Ovšem takové vnucené půjčky nutno považovati za jistý druh daně. — Při tehdejší kuponové daní 8·8%ní, znamenal onen kurs 95% roční úrokování 4·8%, kdežto jinak na volném trhu by se bylo musilo platit nejméně asi 8¼% ročně. — Po r. 1870 zvýšením kuponové daně klesl úrok z oné nucené půjčky asi na 4·57% a od r. 1895 na 4·21%. Na to konversí v r. 1906 se snížil úrok napřed na 3·95% a od r. 1912 na 3·68% ročně. Kdo však konvertoval dobrovolně v rentu 4¼%ní, již od r. 1903 měl pak nižší úrok jen 3·28% ročně.

míra úroková klesá; anebo že může splatit laciněji dluh nebo jeho část, když úroková míra stoupla a následkem toho cena dluhopisů (částečných) klesla.

Když míra úroková stoupá nad nominální úrokovací procento půjčky, klesá na trhu cena dluhopisů. Na př. budtež částečné úpisy úrokovány nominální sazbou 4% ročně, když běžná úroková míra vystoupila na 5%; tehdy úpisy nominálních 1000 K budou mít cenu pouhých 800 K. Neboť 1000 K nominálních dává úroků ročních 40 K; ale při běžné úrokové míře 5% ročních již kapitál 800 K vynáší ročních úroků 40 K. Tedy dlužník může za toho stavu kupovati své vlastní dluhopisy na trhu za 80% původní ceny a ušetří při těchto splátkách 20% z původního dluhu, když se ovšem předpokládá, že byly dluhopisy emitovány a pari.

Ale pravidelně státy zřídka kdy mají volné větší sumy, aby z nich mohly kupovati své vlastní dluhopisy. A rozhodně má takových přebytků tenkrát skoro každý stát přamálo, když úroková míra stoupla. Pravidelně se v takových dobách státům kapitálů nedostává a spíše si musí peníze vypůjčovati, než-li, aby mohly své dluhy upláceti. Pravidelně se dá naopak zjistiti, že tenkrát zrovna úroková míra nejvíce stoupá, když stát a jiná veřejná hospodářství mnoho úvěru potřebují. Za to, když stát patrněji své dluhy uplácí, — co v novější době je ostatně naprostou řídkostí, — úroková míra poklesává.

Tedy pro státy stoupaní úrokové míry málo kdy může jeviti příznivé účinky v tom směru, že by se dluhy státní lehčeji daly upláceti; spíše stát při svých stálých nárocích na úvěr, pocituje zvýšení míry úrokové v nepříznivém smyslu, že musí z nových půjček platit vyšší úroky.* Za to soukromí dlužníci by mohli častěji této výhody použití, aby při vyšší běžné úrokové míře bylo jim volno spláceti své dluhy vlastními částečnými dluhopisy. [To se stává při výpůjčkách na zástavní listy hypotečních bank; dlužníci n e k d y je mohou spláceti zástavními listy té banky, která půjčku sprostředkovala a mohou si tak své splátky zmímiti, když zástavní listy se dají koupiti pod paritní cenou.]

Při klesání úrokové míry ceny státních papírů nominálně vysoko úrokovovaných stoupají nad nominální výši. Jsou známé příklady, že cena státních úpisů překročila nominální

* Prakticky jediná Anglie může získavati při nízkém kursu svých konsolů, jelikož tam jediné se státní dluhy skutečně splácejí. Toho zrovna v novější době použili finanční ministři angličtí, že z rozpočtových přebytků kupovali konsoly. Jinak pravidelně umořování anglického dluhu provádí se dle určitého plánu splácením rent omezenou řadu let trvajících. Viz o tom J. Koloušek: »Cenné papíry« str. 109 a 110.

obnos o 10 až přes 20%, ale jen tehdy, když vysoký úrokový důchod byl věřitelům zaručen. Tak rakouské 5%ní »métalliques«, které nemohly býti věřitelům vypovězeny, vystoupily před r. 1847 až přes 114 zl. za 100 zl. nom. Podobně anglické 2%ní konsoly v r. 1897 měly průměrnou cenu téměř 113 liber st. za 100 liber nominálních. Ještě více vystoupily ceny úpisů severoamerických (až na 125% i více nom. obnosu).

Pravidelně však dlužnický stát použije takového zlevnění úrokové míry, aby splatil půjčku nominálně výše úrokovou novou půjčkou na nižší nominální úrok. To jsou už nám známé konverze, které se prováděly velmi zhusta ve všech státech.

Když nominální procento nové půjčky, ve kterou starý dluh nominálně výše úrokováný se konvertuje, je tak voleno, že není pod obvyklou mírou úrokovou, dá se provést konverze velice hladce pouhým přepsáním starého dluhu v nový níže úrokováný. Tak na př. do r. 1883 francouzský úvěr se tak polepšil, že bylo lze dávat už a snadno si vypůjčiti na 4% roční. Tehdy však stát rozhodl se **ve prospěch svých věřitelů** konvertovati 5%ní rentu v rentu 4½%ní, ačkoli byla zcela možná konverse také v rentu 4%ní ano i 3%ní al pari. Je pochopitelné, že vlastníci 5%ní renty francouzské rádi přijali nabídku státu, podle které dostávali jen úroky 4½%ní místo 5%ních, jelikož by jinak sotva byli dostali jen 4% ročně. A k tomu se majitelům 4½%ní renty zaručoval meztěmčený jich důchod na celou řadu let ještě. Stejně tomu bylo při konverzi renty 4½%ní v r. 1894, kdy byla možná konverse ve 3%ní rentu, ale konvertováno bylo na 3½%.

Podobně tomu bylo v r. 1897 v Německu. Tehdy pruské i říšské německé konsoly 3%ní se prodávaly až skoro za paritní ceny a 3½%ní úpisy měly průměrnou cenu blízko 104%. [Tato cena byla arci poměrně nízká proti konsolům 3%ním, jelikož bylo nejisto, zdali nebude provedena konverse na 3%ní úpisy.] Věřitelé byli tedy velmi spokojeni, když místo 4%ních úpisů dostali 3½%ní a nikoli níže úrokované, jak tehdy to zcela dobře šlo provést (na př. na 3½%ní úpisy).

Za takových okolností provádí se konverse velice hladce a jistě při kapitálech sebe četnějších. Jen zcela nepoučení nebo zcela neteční věřitelé dají si svůj dluh splatit hotovými; ostatní všichni raději přijmou nové úpisy níže úrokované za staré na vyšší úrokovou míru znějící. Když francouzský stát v r. 1883 prohlásil, že bude příště svou rentu 5%ní úrokovati pouze 4% ročně a kdo s tím by nebyl srozuměn, aby se přihlásil o splacení svého kapitálu v nominální výši, nepřihlásil se skoro nikdo, všichni věřitelé byli s tím snížením úrokovým spokojeni. Také kdo nehodlal ani nové státní úpisy podržeti

a snad někde našel vhodnějšího uložení svého kapitálu než na 4½% nočně, nedal si své staré 5%ní úpisy splatit hotově od státu, nýbrž vzal za ně nové 4½%ní a prodal je raději; neboť jich tržní cena přesahovala hned po vydání několik procent nad nominální výši, kterou stát by vyplatil hotově. Totéž bylo také při rentě pruské nebo říšské německé 3½% v r. 1897, také ta byla na burse o několik procent dražší, nežli co stát by místo ní byl vyplatil hotově.

Takové konverse se tedy provedou pouhou vyhláškou a přepisem vyššího úrokovacího procenta v nižší. Vyhláška taková by zněla: »Ode dne — (zde uvede se určité datum) — budou se státní dluhopisy 5%ní úmokovati jen 4½% ročně. Který z věřitelů by s tímto snížením úroků nesouhlasil, přihlas se do čtrnácti dní — (lhůty mohou arci býti delší neb i kratší, na př. 8 dní nebo 3 neděle atd.) — o zaplacení své pohledávky plným nominálním obnosem. Kdo se do 14 dní od této vyhlášky o zaplacení dluhu nepřihlásí, o tom se bude předpokládati, že s tímto snížením úroků je srozuměn.«* Pravidelně se skoro nikdo nepřihlásí, když snížení bylo takové, že úrokový důchod nové renty je o něco vyšší nežli běžná úroková míra.

Takových prostých konversí, vztahujících se na obrovská množství státních úpisů, bylo provedeno všude velmi mnoho. Ze starších dob byly tu uvedeny konverse pruských půjček na vyšší úrok, které byly v r. 1830 konvertovány ve 4%ní konsoly. V r. 1842 byly tyto 4%ní konsoly pouhým přepisem konvertovány ve 3½%ní; jednalo se tehdy (v r. 1842) o sumu 297 mil. M, z nichž hotově se splátilo asi 20.800 M (čili jen 0.007%).

Podobně tomu bylo při konversích francouzských rent 5%ních, kde se jednalo o kapitálovou výši přes 6900 mil. frs a která byla provedena pouhým přepsáním a sice v r. 1883 v rentu 4½%ní a tato renta opět pouhým přepsáním v r. 1894 v rentu 3½%ní. Poslední konverse renty 3½%ní v r. 1902 na rentu 3%ní nebyla již prostým přepsáním, nýbrž majitelé nové 3%ní renty dostali jakési nepatrné celkem výhody (bonifikace), které arci byly naprosto zbytečné dle stavu tehdej-

* Tak na př. německým říšským zákonem ze dne 8. března r. 1897 (říšský zákonník č. 9) je usneseno v § 1. na celý 4%ní dluh říšský dáti výpověď a v § 2. se praví: »Dříve než výpověď se dá (podle § 1.), ať se majitelům 4%ních dluhopisů nabídne jich proměna v 3½%ní dluhopisy říšské. Tato nabídka se považuje za přijatou, když během nejdéle tří neděl od ustanovení a řádně vyhlášené lhůty vlastníci 4%ních úpisů o hotové zaplacení se nepřihlásí.«

šího trhu. Pouhý prostý přepis 3½%ní renty na rentu 3%ní byl by se povedl zcela tak hladce.

Také konverse 4%ních pruských a 4%ních říšských německých konsolů v r. 1897 na 3½%ní byla pouhým přepisem, jak už to patrně bylo z vyhlášky dříve uvedené. Dříve v r. 1885 byly tak přepsány 4½%ní pruské konsoly ve 4%ní. V r. 1897 nebo přibližně touž dobou provedeny byly konverse půjček také jiných německých států pouhým přepisem. Jednalo se o tyto sumy:

4%ních úpisů	pruských	3590 mil. M
4% »	» říšských německých	450 » »	
4% »	» bavorských	1090 » »
4% »	» württemberských	315 » »
4% »	» badenských	237 » »
			dohromady 5682 mil. M

Podobně přepsána byla 4½%ní italská renta v r. 1903 prostě v rentu 3½%ní; ale veškerý oběh 4½%ní renty nebyl tak konvertován. Ony úpisy, které byly v nescitelném vlastnictví obcí nebo nadací italský stát tehdy nekonvertoval, nýbrž ponechal jim neztenčený 4½%ní důchod. Ovšem tyto 4½%ní dluhopisy nemohou se objeviti na trhu peněžním.*

Také v Rakousku v r. 1903 byla větší část sjednocené renty papírové i stříbrné konvertována pouhým přepisem v rentu 4%ní; nekonvertován zůstal jen ten podíl, na nějž si Uhři dělali nárok. Konverse vztahovala se asi na 3610 mil. K, které byly prostě přepsány na 4%ní renty; ke konverzi nesvolilo z vypovězené sumy asi 3·19 mil. zl. r. m. čili něco přes 1/10%, které musily býti hotově splaceny. Tehdy na trhu arci 4%ní renta nebyla příliš nad pari ceněna; byl během roku 1903 nejvyšší kurs 4%ní renty 101·90, kdežto nejnižší byl 99·55. Vůči těmto kursům byl k výplatě hotovými zajisté přihlášen jen zcela nepatrný zlomek, který se ostatně tehdy lehkou mohl vyplatit z pokladničních hotovostí.

Ovšem úspora úroků byla celkem velmi nepatrná, jenom 0·2% z nominální sumy, čili asi 7·2 mil. K ročně. Toho vinou bylo příliš nízko volené nominální procento renty sjednocené. Jaká ta úspora mohla býti, o tom již bylo zde několikrát mluveno. [L ó n y a y ú v plán o unifikaci všeobecného dluhu.]

Konversemi lze jen tehdy úrokové břímě patrněji zmírniti, když nominální procento konvertovaných dluhů je dosti vysoké proti běžné míře úrokové. Jsou-li půjčky již původně tak uzavírány, že nominální jejich procento je nízké, ačkoli

* Podobným způsobem také uherský stát při velké konverzi v r. 1902 nekonvertoval 4½%ní úpisy k výkupu výčepního práva, pokud byly v držení obcí nebo nadací a jiných korporací.

skutečný úrok byl po případě značně vysokým následkem nízkého kursu emisního, není možná účinná konverse a dlužník je odsouzen na vždy již, aby platil vysoký úrok. I když půjčka úroková míra by klesla trochu pod takové nízké nominální procento, byla by úspora úroková pouze úměrná tomuto malému rozdílu, který se ukáže mezi nízkou původní nominální sazbou a fakticky ještě nižší skutečnou mírou úrokovou. Když dlužník si vypůjčoval na faktických 5% ročních, ale vydával rentu 3%ní v kursu 60%, získává klesající mírou úrokovou až do úrovně 3% nočních jedině věřitel. Teprve kdyby klesla sazba úroků na 2½% ročních, měl by z toho dlužník také nějaký zisk. Ale zisk, který by jinak při vydání 5%ní půjčky al pari činil pro dlužníka celou polovici úroků, scvrkne se při půjčce nominálně 3%ní na pouhou ¼ původních úroků.* [Takovým způsobem se dlužila Velká Britanie ke konci 18. a počátkem 19. století, i nemohla pak vysoký úrok snížit, až za Gosciena 1888—1890 a to jen nepatrně.]

U rakouských a uherských dluhů bylo velmi často voleno nominální úrokovací procento tak nízké (4% ročně), že dosud běžná míra úroková v našich poměrech pod tu sazbu neklesla, i bylo tak již předem každé účinné zmírnění vysokých úroků vyloučeno. A přece jsme byli nuceni si vypůjčovati často na 6, 7, 8, 9, 11, ano i ještě více procent ročních. Že by se tím chtěla a dala skutečná sazba úroková nějak na venek utajiti, to přece nelze předpokládati, jelikož vypočítati úrokovou sazbu lze zcela elementárním způsobem a dovede to každý, kdo má jen základy průměrného obecného vzdělání. A přece by také finanční ministři měli býti obeznámeni s elementárními výpočty!

Jednotlivé konverse u nás nebyly již provedeny al pari, což je zrovna takovou chybou, jako když se vydávají půjčky nové za nízké kursy.

* Při 500 mil. frs 3%ních úpisů prodaných po 60% činí úrok 15 mil. frs. Až do běžné míry 3% ročně nebo vyšší nelze půjčku tu s úspěchem konvertovati. — Proti tomu při půjčce 300 mil. frs 5%ních úpisů prodaných al pari byl také úrok stejný 15 mil. frs. V obou případech dostal dlužník touž sumu; klesne-li však úroková míra na 3%, přepíše se 5%ní půjčka na 3%ní a platí se z ní už jen 9 mil. frs úroků. Úspora úroková činí 6 mil. frs ročně, při 3%ní půjčce se však platí stále 15 mil. frs bez jakékoli možné úspory. — Teprve kdyby úroková míra klesla na 2½%, konvertovaly by se půjčky obě na 2½%ní (al pari). Z půjčky 5%ní per 300 mil. frs byla by úspora ročních úroků 7½ mil. frs ročně, kdežto z půjčky 3% per 500 mil. frs byla by úspora jen 2½ mil. frs ročně.

Jednotlivé konverse nedaly se však vždy provést zcela lehko al pari; byly buď předčasný, nebo během konverse zhoršily se úvěrní podmínky pro dlužníka. Někdy bylo vůbec nutno konversi zastavit. [To ovšem se mohlo přihodit také při konversích nikoli al pari provedených, tak na př. rakouská konverse v r. 1830 5%ních mětalliques ve 4%ní (s jistým nádavkem k nominálnímu kapitálu) byla přerušena francouzskou červencovou revolucí a byla pak již na vždy znemožněna.]

Jindy však i za takových méně příznivých okolností podařily se energické finanční správě dalekosáhlé konverse al pari. Takovou konversi provedl v polovici 18. století finanční ministr Pelham, o které zde proto se nová zmínka děje, že pak často ještě později byla napodobena. Jednalo se tehdy o všechny 4%ní konsoly, jichž v roku 1750 kolovalo na tehdejší doby velmi mnoho v celkové sumě asi 57% mil. £ (= 1387 mil. K).

Konsoly ty se mohly před válkami o dědictví rakouské velmi lehko al pari konvertovati na 3%ní, jelikož 3%ní anglické dluhopisy tehdy se prodávaly vysoko nad paritou, ale tenkrát všemohoucí finanční ministr R. Walpole toho nedopustil. Za Pelhama však konverse ve 3%ní úpisy vůbec byla těžko možná, jelikož 3%ní konsoly neměly ceny úplně rovné paritě. Proto byla navržena věřitelům dobrovolná postupná konverse v r. 1750, totiž napřed na 3%ní konsoly, které pak od r. 1757 měly klesnouti na 3%ní. Kdo by se dobrovolně nepřihlásil, tomu bylo pohroženo, že jeho úpisy hned mohou být vypovězeny a splaceny, tak že by nenesly ani 3% ročně. Ze všeho 4%ního kapitálu přihlásila se značná většina asi 40 mil. £ k navrhované konversí, kdežto 17% mil. £ raději si ponechalo 4%ní úrokování až do výpovědi, jelikož jim úrok 3%ní po 7 letech se zdál nízkým.

Ale mezi tím výpověď na zbývající 4%ní konsoly bylo těžko dáti, jelikož úvěr se zdražoval; i teprve v r. 1755 za vhodnější doby byla z oněch 17% mil. £ konvertována ve 3%ní konsoly (al pari) zase větší část 14% mil. £ kdežto 3% mil. £ musilo přece býti splaceno hotově. Ti, kdo tedy si podrželi 4%ní konsoly, pochodili lépe než ti, kteří v r. 1750 přijali konversi na 3%ní do r. 1757 a od r. 1757 na 3%ní. Kromě toho byl v r. 1755 zrovna nejvyšší čas ke konversí, jelikož od té doby úroková míra vystoupila trvale již nad 3% a neklesla již na tu míru, až teprve bezmála za 100 let! Tak jediné houževnaté energii Pelhamově se zdařila tato znamenitá konverse al pari se 4% na 3%. Tím se ročně ušetřilo asi 0.578 mil. £ (= téměř 14 mil. K) úroků, co na tehdejší doby zajisté byl znamenitý výsledek.

Za těžších podmínek byla ještě provedena ministrem Bineauem v počátcích druhého císařství konverse 5%ní francouzské renty na 4½%ní v r. 1852. Francouzskou 5%ní rentu bylo lze konvertovati již za Karla X. (1829) a pak za Ludvíka Filipa několikrát, a sice mohly se úroky snížití nejméně o celé 1% ročně; konverse na 4%ní rentu al pari byla by se dala zcela hravě provésti. V r. 1852 však renty 4½%ní sotva dosáhly parity a během konverse klesly dosti patrně pod pari. Jednalo se pak o velikou sumu 5%ních rent celkem 3587 mil. frs. Ale houževnaté energií Bineauově přece se konverse al pari po většině podařila. [Ovšem použil k tomu všelikých nátlaků na odvislé věřitele (na obce, na fondy, na úřední deposita atd.), tak že z toho byla značná nevole mezi obyvatelstvem.] Z celé sumy rent jen sotva 74 mil. frs (asi 2% z celého oběhu) požádalo hotové zaplacení. [Ale ani Bineau nedovedl se vystřící zcela chyb svých předchůdců; na uhrazení výloh a k zaplacení nekonvertované 5%ní renty vydal značně hluboko pod pari 3%ní renty bez mála 150 mil. frs.]

Podle vzoru Pelhamovy konverse provedl Goulburne v r. 1844 konverzi 3½%ních konsolů anglických. Bylo již dříve mluveno o Vansittartově konverzi v r. 1822 (s 5% na 4%) a jak hned v zápětí v r. 1824/25 konvertovány byly starší (nikoli nové, Vansittartovy) 4%ní konsoly v 3½%ní; teprve v r. 1830 mohla následovat konverse nových 4%ních konsolů (z r. 1822) na 3½%ní. Dalšími nevelikými konversemi vzrostl celkový oběh konsolů 3½%ních na sumu přes 248% mil. * (téměř 6000 mil. K). Všechny tyto dluhopisy byly v roce 1844 po výpovědi konvertovány tak, že do roku 1854 (tedy po deset let) byly 3½%ní, kdežto po roce 1854 byly již 3%ními. Konverse se zdařila al pari znamenitě; neboť jen zcela nepatrná část, asi 1/20% konsolů těch přihlásila se o hotové zaplacení.

V r. 1854 byly již všechny anglické konsoly 3%ními (staré i nové konvertované). Po třiceti letech toliko málo zdařenou konverzí Childersovou (o níž také bylo již mluveno), vznikl neveliký oběh rent 2%ních a 2½%ních. Konsoly 3%ní teprve v r. 1886 vyšly se maličko nad pari a v r. 1887 průměrná jich cena byla pouze 1% nad nominální výši. Proti tomu kurs 2%ních konsolů byl dosti značně pod nominální úrovní. V roku 1888 byl průměrný kurs 2%ní renty jen 97.34% a v r. 1889 stouply pouze na 97.66% průměrně. Za takových okolností bylo velikou odvahou konvertovati 3%ní dluh celý na konsoly 2½%ní, neřku-li, aby se ještě snižoval dále jich úrok po 14 letech na 2½% (od dubna 1903). Ale tu odvalu měl Goschen (známý národohospodářský učenec a tehdy finanční ministr).

Konverse Goschenova vztahovala se celkem na 592³/₁₀ mil. £ 3%ního dluhu.* Byla navržena zase podle vzoru Pelhamovy a Goulburnovy konverse na 2%ní konsoly, které od dubna 1903 jsou 2³/₁₀ní a nemohou býti dále konvertovány až do 1923. Provedení její vyžadovalo doby dvou let (1888—1890) a svědčí o veliké obezřetnosti, houževnatosti, znalosti i energii Goschemově, jelikož se tu jednalo, aby věřitelé přijali a spokojili se úrokovou mírou dosti znatelně nižší, nežli jaké bylo by lze tehdy pro státní dluh anglický na burse docílit. Konsoly konvertované dlouho ještě potom nedostihly paritní ceny. Byly totiž průměrné ceny Goschenových 2%ních konsolů, vyjádřené v procentech nominálních:

v letech	1888	1889	1890	1891	1892	1893	1894
	97 ¹¹ / ₁₀	98	96 ¹ / ₃	95%	96 ¹¹ / ₁₀	98%	101 ¹ / ₁₀

Tedy teprve v r. 1894 (čtyři léta po konverzi) překročily nové konsoly nominální výši a často byly hodně hluboko pod ní. Ale různými menšími výhodami a nepatrnými celkem prémii Goschen polnul velkou většinu věřitelů k výměně. Že všechny věřitelům poskytnuté výhody byly celkem neznacné, pozná se z velikosti celkových nákladů na konverzi spotřebovaných; činily pouze asi 3 mil. £, tedy ani ne ¹/₁₀% konvertovaných dluhů.** Ovšem 42 mil. £ nepřijalo konverzi, tedy něco přes 7% dluhu konvertovaného, ale i z toho později ještě asi třetina ke konverzi přistoupila. Ostatní arci musili býti vyplaceni hotově, k čemu se použilo po většině vydání nestálého běžného dluhu. Zajisté jinde nežli v bohaté Anglii nemohl by se žádný státník na podobnou konverzi za tak málo příznivých okolností odvážití.***

V nejnovější době Pelhamova nebo vlastně raději Goschenova vzoru přidržela se finanční správa italská v r. 1906 při postupné konverzi 4%ní (původně 5%ní) renty a některých jiných 4%ních dluhů (4% renty zlaté atd.). Také těchto

* Asi 14.233 milionů K; je to nejobsáhlejší konverse, jaká kdy byla provedena.

** Konverzi se snížil úrok roční o ¹/₁₀% z nominální sumy, tedy o 1.481 mil. liber sterl. ročně, tak že téměř úsporami skoro za dvě léta bylo možno náklady ty nahraditi. Nahradily se ovšem dvě, protože na mnoze za to vydané krátkodobé půjčky byly velmi nízko úrokovány.

*** Goschemovo provedení konverse v letech 1888—1890 je zajisté tak znamenitým výkonem a při tom tolik zajímavým ve všech obširné vyličení Goschenových operací i celého postupu je podáno v G. Schanzově Finanzarchiv u roč. VIII.: »Über die englische Rentenschuld und die letzte Conversion derselben von Dr. Konrad Sängler.« — O starších anglických a francouzských konverzích je obširně jednáno v cit. už díle H. Labeyrie-ově a pak v různých ročníkách »Bulletin de statistique et de législation comparée.«

rent bylo veliké množství asi 8100 mil. frs. Renty ty konvertovány al pari na 3% až do července 1912, kdežto od té doby jsou 3½%ní. Ovšem konverse provedla se velmi lehce, jelikož ceny jak starých nekonvertovaných rent, tak nových konvertovaných značně přesahovaly nominální výši. Byly totiž ceny italských rent koncem roků:

	1903	1904	1905	1906	1907
4%ní	103-80	104-70	105-80	—	—
3½%ní	—	—	—	102-75	103-60

Bylo zajiště dobře upravit konversi předem již tak, aby 3½%ní renta změnila se v roce 1912 na 3%ní; neboť konverse na 3½%ní rentu toho roku by nebyla možná, jelikož za příčinou války italské renty 3½%ní klesly značně pod pari. [Ovšem v r. 1906 byla snad již zcela dobře možná hned konverse na 3%ní rentu bez přechodního úroku 3%ního.]

Také již se staly další pokusy hned při emisi půjček na před konversi stanovití. V r. 1908 bylo pro 4%ní rentu pruskou v obnosu asi 183 mil. K stanoveno, že renta ta bude do r. 1918 míti zaručený (nekonvertovatelný) důchod 4%, od r. 1918—1923 že důchod ten bude 3½%ní a po r. 1923 že se redukuje na 3%ní. [Tato renta byla státu účtována za kurs 98½%, kurs subskripční byl 99-30%.]

Kdyby delší dobu potrvaly nynější mapjaté poměry pro úrokovou míru, zajiště by taková vzmíněná budoucí konverse byla značnou výhodou pro stát, jestliže by jinak tyto podmínky snad nestlačovaly cenu renty té. Ale kdyby úroková míra naopak klesala, jako tomu bylo ke sklonku 19tého století (hlavně v letech 1896 a 1897), byla by vlastně podobná úmluva pro stát nevýhodnou. Každým způsobem jsou emise za podobných podmínek dosti pochybné ceny a nelze je tedy beze všech výhrad doporučovati.

Rozhodně však je velikou újmou, když se dlužící stát zaváže někdy, vysoko úrokovanou půjčku nekonvertovati. Takový závazek může míti oprávnění jisté pouze tehdy, když se slibuje nekonvertovati jen pro určitou, poměrně krátkou dobu. Ale i v takovém případě jen tenkrát by byl by podobný závazek přijatelný, když dluh není pro dlužníka tíživým, na př. když úroková procento není vysoké. Jinak je dlužník podobnou úmluvou vázán platit vysoké úroky také tehdy, kdyby úroková míra byla nízkou a kdyby mohl své úroky značně zmírniti.

Viděli jsme však, jak lehkomyšlně státy vydávaly půjčky na nízká nominální procenta za velmi nízké kursy. Tím již samy si braly možnost příští konverse, aniž věřitelé vlastně od nich podobných podmínek žádali. Proto není ovšem divu,

že se přímo dlužníci vážou své půjčky nekonvertovateli. A zase je pozoruhodno, že zrovna Rakousko často takové závazky převzalo, které dále jen přitěžovaly dlužným, bez toho už velikým břemenům.

V r. 1841 Rakousko uzavřelo 5%ní půjčku 38 461 5 mil. zl. stříbra s bankovním družstvem Rothschild-Sina-Arnstein-Eskeles (o které se stala zmínka již v oddělu 3tím) za kurs 102%, ale s podmínkou, že nejen na tuto půjčku, nýbrž na žádnou jinou rakouskou 5%ní půjčku, nebo výše ještě úrokovanou, nebude pocelých 15 let dána výpověď a že nebude konvertována. Tedy nejednalo se jen o onu poměrně malou výpůjčku 80% mil. K asi, nýbrž o všechny četné výše úrokované půjčky tehdejší. U všech byla konverse podle této úmluvy vyloučena.* Nesmyslnějšího ani osudnějšího závazku, nežli byl tento, státi se nemohlo. Proč pro jedinou, poměrně malou půjčku se přejímala taková podmínka na všechny půjčky ostatní? A nebylo snad možno půjčku bez takové podmínky dostati? Zajisté že tehdy velmi lehkou bylo lze vypůjčiti si nejen na 5%ní dluhopisy, jichž cena byla vysoko nad pari, nýbrž i na dluhopisy 4%ní, které se paritě blížily a později nominále i převyšily! Konverse pak tehdy byla velmi lehkou možná. V Prusku právě v r. 1842 byly všechny 4%ní dluhopisy al pari konvertovány na 3½%ní. Později byly úvěrní poměry ještě příznivější, 5%ní dluhopisy rakouské dostoupily ceny až 115% skoro v r. 1845!

O jaký závazek se tu jednalo, dá se posouditi z toho, že všech 5%ních dluhopisů rakouských bylo v oběhu přes 400 mil. zl. ve stříbre a že tedy možnou konversí na 4%ní dluhopisy al pari se mohlo ušetřiti aspoň 4 mil. zl. ve stříbre (= 84 mil. K) ročních úroků, což pro tehdejší dobu bylo vydání veliké. Ze samé půjčky z r. 1841 se platilo jen úroků 1 923 075 mil. zl. ve stříbre, kdežto stát při tom současně převzal povinnost, že se za všech okolností vzdává roční úspory 4 mil. zl. ve stříbre! Patrně si ani tehdejší finanční správa nedovedla uvědomiti, jaký to vlastně podnikala závazek. Nebo se takový dar schválně chtěl kapitalistům uchystati?

A konverse, která byla dobře možná stále od 1841—1845 i snad o něco později, byla pak už navždy nemožná po r. 1848, kdy úroková míra neobyčejně stoupla a kdy později unifikace nastoupila místo konverse. Ale unifikace byla by počítala konvertované 4%ní dluhopisy jen za 80% nekonver-

* Viz A. Beer: »Die Finanzen Oesterreichs...« str. 141 a 159.

tovaných [dle sazby 100 zl. ve 4%ních úpisech = 80 zl. v 5%ních]. Tak načisto zbytečně vzdalo se Rakousko možné konverse zrovna touž dobou, co ve Francii rodina vládmoucích Orleanů každou konverzí ve sněmovně poslanců přijatou zavrhovala pomocí komory »pairů«. Byly to asi podobné vlivy mocného kapitalismu, které se stejně zhoubně uplatnily také u vlád Metternichových!

Ale také později se vyskytly podobné závazky, že se nesměly konvertovati velmi tísnivé půjčky. Nejkriklavějším příkladem pro to jest půjčka na zástavu státních statků (po většině v Uhrách), poskytnutá státu v r. 1866 od »rak. úvěrního pozemkového ústavu« (»Öst. allg. em. in. B. d. n. k. r. d. i. n. s. t. a. l. t.«). [Také o ní už byla zmínka v oddílu 3tím.] Půjčka ta byla na 150 mil. frs = 60 mil. zl. ve zlatě = 6 mil. \mathfrak{r} , úrokovala se momentálně 5½% ročně a státu byl vyplacen za ni kurs 68·9%. Za to měl rak. poz. ústav právo vydati záslavní listy po 300 frs úrokované 5% ročně a splatné v 91 půletí. Také stát musil své anuity platit 91 půletí. Podle těchto podmínek bylo faktické úrokování 8·55% ročně* a stát nesměl půjčku (po celou dobu jejího trvání (až do r. 1912) konvertovati. Byl tedy nucen po celou tu dlouhou dobu platiti stále stejně vysoké úroky 8·55% ročně, které se ještě o něco zvýšily tím, že se musily vypláceti v anglické měně (více než o 1% dražší proti měně francouzské), tak že možno čítati skutečným ročním úrokem celých 45½ roků na 8½% ročně. Tato půjčka jediná nebyla ze všeobecného dluhu ani zdaměna, ani do unifikace pojata. Takové přízni se těšil rak. úv. pozemkový ústav.

Později při přejímání soukromých drah ve státní vlastnictví nebylo dovoleno konvertovati 5%ní akcie Eliščiny dráhy, 5½%ní akcie dráhy z Budějovic do Lince a 5%ní akcie dráhy Salcbursko-Tinolské, které byly překolkovány na státní dluhopisy. Tady by aspoň mohlo býti omluvou, že železničním společnostem se chtěl poskytnouti za postátněné dráhy určitý pevný důchod, ačkoli zrovna část týchž akcií byla proměněna ve státní dluhopisy a byla později skutečně konvertována. Tedy důvod pro nezměnitelnost důchodů akcionářských všeobecně neplatil. —

Jinaké jsou ovšem příčiny, když se slibuje po určitém dobu nezměnitelný úrokový důchod, aby se buď docílilo lepšího

* Vypočítávání procenta je vyloženo pro anuitní půjčky: J. Koloušek: »Mathematische theorie d'úchodů jistých a půjček anuitních«.

prodejního kursu půjček, neb aby se věřitelé spíše dali pohnouti ke konverzi, ježž výsledek je pochybný. Ale i tu je potřebí opatrnosti, aby se podobné sliby nedávaly na zbytečně dlouhé doby. Majitelům dluhopisů pravidelně stačí, když mají zajištěný svůj důchod na několik málo let; proti tomu dlužníci musí nechat proft často vhodnou dobu ke konverzi, když jsou vázání svými sliby nekonvertovatí.

Tak na př. u h e r s k ý s t á t v r. 1888 a 1889 při svých 4½%ních železničních úpisech, které také byly vydány na konverzi starších železničních dluhů, zavázal se, že je nebude konvertovatí až do r. 1900. Kdyby byl tu lhůtu omezil na sedm neb osm let, což by asi věřitelům bylo stačilo, mohl již v roku 1897 ony 4½%ní dluhy konvertovatí a l p a r i na 4%ní, kdežto později to už mešlo a konverzi bylo možná pak už provésti jen se zvýšením nominálního kapitálu. [Nominální kapitál se zvýšil o 5½% až 6% při pozdější konverzi.]

10. Konverse státních půjček se zvýšením (ne b i s e s n i ž e n í m) nominálního kapitálu. Konverse umělé.

Klesání běžné úrokové míry pro půjčky dlouhodobé nebývá pravidlem náhlé, nýbrž v kratších dobách snižuje se úrok jen o menší zlomky. Také není vývojová křivka úrokové míry stále sestupná, nýbrž střídá se často stoupání úroků s klesáním. Dlužník však může použití každého trochu jen patrnějšího snížení běžných úroků hned ke konverzi a může vyčkávatí příštích vhodných dob po případě ke konverzi dalsím na nižší ještě procenta, když později klesne běžná úroková míra ještě níže.

Dlužník tak může co nejlépe příznivé situace využití, když arci se při konverzích neukvapuje v tom směru, že by najednou mínil proti faktickému stavu úrokové míry velmi silně snížití dlužné úroky. Raději je nutno použití každé příležitosti ke zmírnění úroků o menší zlomek, nežli si zamezití cestu k dalsím konverzím snižováním procenta nové konvertované půjčky pod běžnou úrokovou míru a zamezití si tak další konverse. Je tu třeba jedním slovem téže opatrnosti, jako při emisi půjček pro volbu nominálního procenta. Zrovna tak, jako je dlužníku záhubné, vydávatí půjčky na nízká nominální procenta za nízké kursy (pod paritou), podobně je zhubné konvertovatí starou půjčku na nižší procento, tak aby se při tom musílo patrněji zvyšovatí nominální zadlužení.

Vzornými příklady pro konverse mohou býti anglické konverse, které se děly až na dvě už vzpomenuuté výjimky (Vansittartova konverse 1822 a Childersova 1884) vždy ať