

2. Emisní kursy půjček; jakým procentem je dlužník úrokuje.

Před koncem 18. století nebylo pravidelně zvykem, aby státní a jiné veřejné půjčky zněly na vyšší obnos, nežli kolik se od věřitele skutečně vyplaceno dostalo. Udělal-li se dluh 1 milion zlatých nebo 1 milion tolarů nebo 1 milion liber sterlinků, pravidelně dlužník také dostal touž sumu od věřitele, leda že si někdy věřitel srazil napřed za jistou kratší dobu úroky. Když některý stát musil svým věřitelům v okamžité tísní povolit příliš vysoké úroky, nebyla ta skutečnost nikterak zastírána, i byly uzavírány často půjčky na 6⁰/₀, 7⁰/₀, 8⁰/₀ i na vyšší úrokovou míru, když nebylo lze lacinějšího úvěru dostat. Tak i v Anglii i počátkem 18. století placeny byly ze státních dluhů občas úroky 9⁰/₀—10⁰/₀ ročně.

Bylo již vyloženo dříve, jak anglický státní dluh zrovna počátkem války sedmileté (1756 a 1757) byl celý přeměněn na jediný typ 3⁰/₀ních konsolů. Ale válečné události hned v zápětí otrásly také anglickým úvěrem do té míry, že nebylo možno dostat výpůjčku pod 4⁰/₀ i že často úroková míra vystoupila až na 5⁰/₀. Nicméně mnozí angličtí správci státního pokladu chtěli za každou cenu udržeti 3⁰/₀ní typus státního dluhu a odhodlali se raději vzíti za větší nominalní dluh skutečně menší vyplacenou sumu než aby přiznali otevřeně, že jim nelze vypůjčiti na 3⁰/₀ ročně. Poměry úvěrní však zhoršily se ještě více ve válce o neodvislost amerických osad, kdy cena 3⁰/₀ konsolů klesla jednou až na 55⁰/₀ nominalní sumy. Ještě hůře bylo ve válkách na konci 18. století a počátkem 19. století proti Francii, kde v r. 1804 klesla cena 3⁰/₀ konsolů až na 53⁰/₀. A při takových nízkých kursech byly anglické půjčky tehdy téměř výhradně uzavírány na 3⁰/₀ nominalně. Věřitelům se povoloval skutečný úrok 5 až 6⁰/₀ ročně, ale zároveň se jim upisovala téměř dvojnásobná suma dluhem nežli kterou skutečně vyplatili. *)

*) Velmi trefně takové počínání charakterisuje H. Labeyrie: „Théorie et histoire des conversions de rentes“ p. 15-16: „C'est le système des fils de famille, des prodiges qui, ayant recours aux

Takovým způsobem během válek s republikou francouzskou a s Napoleonem dostala Anglie za všechny své emitované půjčky hotově jen 493·6 mil. £, kdežto renty bylo vydáno $773\frac{2}{3}$ mil. £; kromě toho bylo nutno na $3\frac{0}{10}$ ní renty často ještě dáti nádavkem konsoly $4\frac{0}{10}$ ní, premiové nebo loterní půjčky nebo důchody určitý počet let trvající nebo doživotní renty. Některé půjčky nominalně $3\frac{0}{10}$ ní zúrokovány byly tak až přes $6\frac{0}{10}$ ročně. [Ku př. r. 1795 byla upisovateli $3\frac{0}{10}$ ní renty, kteří splatili 100 £ hotově, dána: $3\frac{0}{10}$ ní renta ze 100 £, $4\frac{0}{10}$ ní renta z 25 £ a renta roční 11 sh. 5 d. trvající $66\frac{1}{4}$ roku. Při úrokovacím procentu $4\frac{1}{2}$ ročně asi byl tu dluh ještě o $25\frac{0}{10}$ vyšší.*) Tehdy však nebyl ještě stav anglického státního úvěru nejhorší.]

Později ovšem anglické vlády nevypůjčovaly už tak nevýhodným způsobem, aby upisovaly dluhem nepoměrně vyšší obnosy nad ty, které byly vyplaceny; stalo se tak hlavně, protože Anglie spíše dluhy splácela; i když byla nucena k novému úvěru sáhnouti, dostávala snadno potřebné kapitály na mírný úrok. Také vyšší úrok dovedla platit, aniž nižšímu nominalnímu procentu slíben vyšší dluh. Tak za Krimské války (v r. 1855) bylo prodáno 16 mil. £ ($384\frac{1}{4}$ mil. K) $3\frac{0}{10}$ ní renty al pari s nádavkem na každých 100 £ kapitálu ročního důchodu $2\frac{9}{10}\frac{0}{10}$ (čili 14 sh. 6 d.) trvajícího 30 let. [Labeyrie l. c. str. 16.] — V roce 1901 byly $2\frac{3}{4}\frac{0}{10}$ konsoly ve značné sumě 60 mil. £ (1441 mil. K) prodány za kurs $94\frac{1}{2}\frac{0}{10}$; konsoly ty však od 5. dubna 1903 nesly již jen $2\frac{1}{2}\frac{0}{10}$. Vzhledem k této redukci podařilo se ještě za burské války Anglii dostati peníze na $2·66\frac{0}{10}$ a nominalní suma dluhu není značně vyšší než skutečně stržené peníze, [na půjčku 60 mil. £ dostalo se opravdu 56·7 mil. £].

Špatný dřívější příklad Anglie nakazil však na počátku 19. století všechny finanční správy ostatních států.

usuriers, souscrivent des billets pour une somme supérieure à celle qu'ils reçoivent réellement. Ceux-ci ont du moins pour excuse, qu'ils ne pourraient pas emprunter à d'autres conditions. Les états n'ont pas même ce prétexte: ils trouvent facilement preneurs pour des rentes émises au pair ou aux environs au pair.

*) A. Körner: „Die Konversion öffentlicher Schulden“ str. 3.

Nejhůře se v tom směru hřešilo ve Francii, kde vlády s plným vědomím a schválně se rozhodovaly pro půjčky nominálně nízko úrokované, ačkoli se při skutečně vysokém procentu úroků zavazovaly splatit ještě mnohem vyšší obnosy nežli kolik vypůjčily. Jak těžké byly podmínky dluhů uzavíraných za restaurace Bourbonů (1816—1830) bylo už vyloženo, ale nezlepšilo se to příliš ani za vlády Ludvíka Filipa ani za druhé republiky a druhého císařství. Vždy voleno nominální procento půjčky daleko nižší než na které bylo lze skutečně vypůjčiti. Zadlužování Francie vzrůstalo právě tím povážlivější měrou, že dluhy uměle byly nominálně zvyšovány. Nejlépe to znázorňuje tento přehled:

Rok	nominální procento p ů j č k y	skutečné úrokování procent	o kolik % vyš. dluh než co naň vyplaceno.
1816	5	8·73	74·6
1817—1818	5	8·69	73·9
1818 9./5.	5	7·52	50·4
1818 9./10.	5	7·46	49·3
1821	5	5·84	16·9
1823	5	5·58	11·7
1831	5	5·95	19·—
1832	5	5·08	1·5
1841	3	3·82	27·4
1844	3	3·54	18·—
1848	5	6·98	39·7
1848 25./7.	5	6·64	32·9
1854	{ 4 ¹ / ₂	4·87	8·1
	{ 3	4·60	53·4
1855	{ 4 ¹ / ₂	4·89	8·7
leden	{ 3	4·60	53·4
1855	{ 4 ¹ / ₂	4·88	8·4
červenec	{ 3	4·60	53·4
1859	{ 4 ¹ / ₂	5·—	11·1
květen	{ 3	4·96	65·3
prosinec 1859	3	4·—	33·3
1857—1861	3	4·34	44·8
1864	3	4·52	50·8
1868	3	4·33	44·7
1870	3	4·95	65·—

[Jenom dvakrát za celé to dlouhé období nebyl udělán nominalní vyšší dluh, než co bylo skutečně vyplaceno; v r. 1830 zrovna před revolucí a 1831, kdy vypsaná $5\frac{0}{10}$ ní národní půjčka. Ale jednalo se tu celkem jen o nepatrnou sumu 100 mil. frs. dohromady, tak že tyto dva případy nepadají na váhu. Kromě toho vypůjčil si stát v 1837 a 1845 od spořitelén francouzských $202\frac{1}{3}$ mil. frs. na $4\frac{0}{10}$ al pari.]

Nejnápadněji se nevýhoda vysokého nominalního zadlužování ukázala v letech 1854, 1855, 1859, kdy současně věřitelům k subskripci nabízena byla renta $3\frac{0}{10}$ ní a $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní. V r. 1859 za rentu $3\frac{0}{10}$ ní se musil upsati dluh o $65\cdot3\frac{0}{10}$ vyšší nad strženou sumu, kdežto za $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní rentu se zavazoval stát jen o $11\cdot1\frac{0}{10}$ výše nad strženou sumu. A přece prospěch v menších úrocích při rentě $3\frac{0}{10}$ ní byl pranepatrný, totiž jen 4·96 frs. proti 5 frs. Tedy za 100 frs., které se stržily z renty $3\frac{0}{10}$ ní, stát platil úroky $4\cdot96\frac{0}{10}$ ale zadlužil se nominalními 165·3 frs.; kdežto za 100 frs. stržených z renty $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní stát platil úrok $5\frac{0}{10}$ celých, (vyšší jen o $\frac{1}{124}$) za to se zadlužil jen 111·1 frs. nominalními. Nepatrná úspora úroková, — [je-li tu vůbec mluvití možno o podstatné úspoře, kde na 125 mil. frs. teprve by se ušetřil 1 mil. frs.] — byla hrozně draho zaplácena nominalním dluhem asi o $49\frac{0}{10}$ vyšším (proti 111·1 frs. je tu 165·3 frs.). To by se ukázalo hned, kdyby úroková míra klesla skutečně na $3\frac{0}{10}$, (což ve státě francouzském se dalo důvodně čekat): Renta $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní, již vydáno jen 111·1 frs. proti 165·3 frs. renty $3\frac{0}{10}$ ní (aby se docílilo téhož výnosu 100 frs.), vyžadovala by po konversi jen 3·333 frs. úroků proti 4·96 frs. z renty $3\frac{0}{10}$ ní, které by se redukovati nedaly. [K redukcí úroků z renty $3\frac{0}{10}$ ní by mohlo teprve dojítí, kdyby úroková míra klesla pod $3\frac{0}{10}$, ale tehdy by se zrovna tak i dále daly redukovati úroky z konvertované renty $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní.]

Ovšem v r. 1854 a 1855 byla úspora úroků při rentě $3\frac{0}{10}$ ní poněkud větší než jaké se platily ze $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní renty, ale ani tehdy zvýšení nominalního dluhu nebylo tím pořádně vyváženo. [Úroky z renty $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní byly asi o $6\frac{0}{10}$ vyšší než z renty $3\frac{0}{10}$ ní, ale za to nominalní suma dluhu při rentě $3\frac{0}{10}$ ní musila býti o

41 $\frac{1}{2}$ % zvýšena]. A to ještě renty 41 $\frac{1}{2}$ %ní byly neoblíbeny, protože po konversi 1852 na nich se utrply značné ztráty.

Ani po roce 1870 neustoupila republika francouzská od zhoubného zvyku vydávati půjčky za kurs značně hluboký pod nominalním obnosem. Při 6%ní půjčce Morganově bylo skutečné zúrokování vzhledem k tomu, že se musil kapitál ve 34 letech splatit, více než na 71 $\frac{1}{2}$ % ročně a kapitál nominalní byl při tom o 19 $\frac{7}{10}$ % vyšší než skutečně vyplaceno. Rovně 1872, 1873 při vydání renty 5%ní bylo při úrokování skutečnými 6% ročně nutno povolití kapitál nominalní asi o 20% vyšší. Kdyby se byla uzavřela půjčka 6%ní, zajisté by se byly nemusily platit skutečné úroky mnohem vyšší, ale nominalní suma dluhu byla by značně menší — (místo 5%ních 6.800 mil. frs. bylo by se asi vystačilo s 6%ním 5700 mil. frs.). Později by se byla postupně renta 6%ní dala konvertovati na 41 $\frac{1}{2}$ %ní, 31 $\frac{1}{2}$ %ní a 30%ní, jako se to stalo také s rentou 5%ní. [Tím by se byl roční úrok z renty 6%ní snížil postupně až na 171 mil. frs., kdežto z 5%ní renty pro její vyšší nominalní sumu po konversi úrok činí dosud 204 mil. frs. Tak se mstí vydávání dluhů pod nominalním kursem.]

Později od r. 1878 do 1884 byly ve Francii vydávány splatitelné 3%ní renty, jichž emisní kurs byl od 78% až do 83 $\frac{1}{4}$ %. Úrokovací procento roční vzhledem ke splácení renty nominalní sumou (od 70 do 75 let asi) bylo tu od 4 $\cdot$ 15% až do 3 $\cdot$ 82% ročně. Tehdy by se byla renta 4%ní snadno dala prodati za kurs velmi blízký paritnímu a dnes by renta ona byla již dávno konvertována ve 3%ní. Jinak tomu již bylo v r. 1891, kdy 3%ní rentu se již podařilo prodati za kurs 92 $\cdot$ 55%, což se rovná zúrokování 3 $\cdot$ 24% ročními. [Ale i tu mohla býti snadno s lepším úspěchem vydána renta 3 $\frac{1}{4}$ %, která jistě by byla docílila kursu skoro paritního. Ovšem Francouzi milují příliš okrouhlá procenta a uniformitu v rentách, kde nyní typ 3%ní jest jediným a výlučným.]

Prusko (a německé státy) jenom krátkou dobu od r. 1815 do 1820 dalo se svěsti k výpůjčkám emitovaným hluboko pod paritní úrovní; tak nominalně

5⁰/₀ ní výpůjčka (z r. 1818) vypadla až skoro na 9⁰/₀ skutečných. Ale dluhy tyto celkem nevysoké neměly aspoň zhoubných následků pro státní finance, jelikož v poměrně krátké době byly splaceny. Později, když Prusko mělo značnější potřebu úvěru od r. 1848. do 1868, volilo vždy takové nominalní procento úroků, aby prodejní suma půjčky blížila se nominalní. Vidí se to z tohoto přehledu:

rok	nominalní procento	skutečné procento	nominalní dluh vyšší v procentech než stržená suma
1848	5	dobrovolná půjčka al pari	
1850	4 ¹ / ₂	4·54—4·66	1 až 3 ¹ / ₂
1854	4 ¹ / ₂	4·84	7 ¹ / ₂
1859	5	5·26	5·2
1867 A	4 ¹ / ₂	4·69	4·2
1867 B	4 ¹ / ₂	4·67	3·8
1867 D	4 ¹ / ₂	4·74	5·3
1868	4 ¹ / ₂	4·79	6 ¹ / ₂

[Viz Eugen Richter: „Das Preussische Staatsschuldenwesen“ str. 190—192.] Jak viděti při nejméně výhodné emisi v r. 1854 byla nominalní suma dluhu jen o 7¹/₂⁰/₀ výše nad strženou a po té v 1868 o 6¹/₂⁰/₀ výše. Jinak se nominale lišilo jen nepatrně neb vůbec nic od skutečně vyplacené valuty. Tento způsob dlužení umožnil, že již v r. 1852 byla 5⁰/₀ ní půjčka z r. 1848 konvertována ve 4¹/₂⁰/₀ ní al pari. Jak znamenité to výsledky proti státům ostatním!

Ano roku 1870—1871 stát pruský provedl znamenitou konversi, při níž věřitelé 4⁰/₀ níh splatitelných dluhopisů za malou premii ¹/₂⁰/₀ nebo ³/₄⁰/₀ neb nejvýše 1⁰/₀ (na 100 M. kapitálu premie činila ¹/₂ M., ³/₄ M. nebo 1 M. podle různých půjček) svolili, aby jich dluhopisy zaměněny byly na 4¹/₂⁰/₀ ní nesplacitelné v poměru 900 M. 4⁰/₀ = 800 M. 4¹/₂⁰/₀. Ovšem věřitelům těm musilo býti slíbeno, že nové 4¹/₂⁰/₀ ní dluhopisy nesmějí býti konvertovány do r. 1885. Tím stát pruský zvýšil sice o nepozorovatelnou nepatrnost (nejvýše o 1 M. na 100 M.) vydání na úroky, ale nemusil za to půjčku spláceti a od roku 1885 konvertoval 4¹/₂⁰/₀ ní dluhopisy ve

$4\frac{0}{10}$ ní al pari. Tak původní obligace $4\frac{0}{10}$ ní 900 M. proměněná v $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ na 800 M. byla od r. 1885 úrokována jen 32 M. ($4\frac{0}{10}$) a tedy stát tím způsobem dovedl redukovatí svůj dluh i úroky z něho o $11\frac{1}{9}\frac{0}{10}$. — [Podobně příznivých výsledků docílila později ke sklonku 19 století Itálie, když napřed dovedla pohnouti majitele $4\frac{0}{10}$ ní (původní $5\frac{0}{10}$ ní renty $20\frac{0}{10}$ zdaněné) a $2\cdot4\frac{0}{10}$ ní renty, aby své dluhopisy zaměnili za $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní rentu (nezdaněnou), (v sazbě 800 lir renty $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní = 900 lir renty $4\frac{0}{10}$ ní), a pak rentu $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní konvertovala al pari ve $3\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ v poměrně krátké době, v r. 1903. Úspora na kapitálu dlužném činila tu $11\frac{1}{9}\frac{0}{10}$ a na úrocích po konversi v rentu $3\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ skoro $29\frac{0}{10}$.] —

V r. 1876 podařilo se pruskému státu prodati $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ níh konsolů v nominalní sumě 50 mil. M. za $52\frac{1}{8}$ mil. M. (skoro), tak že skutečný úrok byl jen $4\cdot316\frac{0}{10}$ a nominalní suma dluhu byla o víc než $4\frac{0}{10}$ nižší proti skutečně vyplacenému kapitálu. Téhož roku (1876), bylo zároveň vydáno 100 mil. M. $4\frac{0}{10}$ níh konsolů, za něž strženo 96 mil. M. Tu sice byl úrok nižší, jen $4\cdot17\frac{0}{10}$, ale za to nominale dluhu o $8\cdot6\frac{0}{10}$ vyšší než při půjčce $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní (kurs $96\frac{0}{10}$ proti kursu $104\frac{1}{4}\frac{0}{10}$). Úspora úroková byla tu zcela nepatrná proti značně vyššímu nominalnímu dluhu. Neboť r. 1885 byly $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní dluhopisy konvertovány na $4\frac{0}{10}$ ní al pari. Úrok který původně na $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ dluhopisy (z 1876) činil $4\cdot316\frac{0}{10}$ ročně, klesl po konversi 1885 na $3\cdot837\frac{0}{10}$ (o jednu devítinu) a při druhé konversi 1897 (tehdy renty $4\frac{0}{10}$ ní al pari změněny na $3\frac{1}{2}\frac{0}{10}$) na $3\cdot357\frac{0}{10}$ [o jednu osminu]. Při rentě $4\frac{0}{10}$ ní však zůstal stále $4\cdot17\frac{0}{10}$ až do 1897 a po druhé konversi roku toho byl redukován o $\frac{1}{8}$, tedy jen na $3\cdot65\frac{0}{10}$.*) Ještě nevýhodněji

*) Podobný příklad byl uveden již o říšských půjčkách německých z r. 1886/87 na str. 119. Po devět let od 1876 do 1885 platilo se sice tedy ze 100 mil. M. na $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní konsoly ročně více úroků než na $4\frac{0}{10}$ ní $4\cdot316 - 4\cdot17 = 0\cdot146$ mil. M., což dohromady činilo asi 1·134 mil. M. Od r. 1885 do 1897 však úrok ten při $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ níh konsolech klesl na $3\cdot837$ mil. M. a byl tedy o $4\cdot17 - 3\cdot837 = 0\cdot333$ mil. M. ročně nižší než na $4\frac{0}{10}$ ní. Tím vyrovnal se předešlý přeplatek na úrocích již asi za $3\frac{1}{2}$ roku (tedy již do r. 1889) a od té doby je a bude prospěch ten na vždy pro původní $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní konsoly ročně skoro o $\frac{1}{3}$ mil. M. úroků. Tak tady byl zřetelně neprospěch půjček pod paritním kursem dolůčen, i když nejsou nízko pod nominalem prodávány (půjčka $4\frac{0}{10}$ ní byla jen $4\frac{0}{10}$ pod nominalní sumou prodána).

byly vydávány $4\frac{0}{0}$ ní konsoly v r. 1877 a 1878 (za kursy $93\frac{7}{8}\frac{0}{0}$ a $94\frac{0}{0}$). Ale celkem přece pruský stát za skutečně stržených 1039·86 mil. M. (od 1876—1884) upsal nominalní dluh jen 1063·49 mil. M. asi o $2\frac{1}{6}\frac{0}{0}$ vyšší, co zajisté svědčí o veliké obezřetnosti finanční správy tehdejší. Ještě lépe se to později osvědčilo (od 1885—1890) při $3\frac{1}{2}\frac{0}{0}$ ní rentě, kde na nominalní dluh 413·388 mil. M. dostalo se skutečně 416·812 M., tedy o $\frac{5}{6}\frac{0}{0}$ více! Totéž bylo pozorováno při současných říšských dluzích německých.

Ale ta opatrnost vymizela později po roce 1890, kdy finanční ministři prustí a německá říšská pokladna si oblíbili jen $3\frac{0}{0}$ ní konsoly. Tyto úpisy po většině se úrokovaly skutečně $3\frac{1}{2}\frac{0}{0}$ a v letech 1891—1893 bylo upsáno Pruskem 570 mil. M. $3\frac{0}{0}$ ního dluhu za stržených pouze 483 mil. M., úroky tedy byly $3\cdot54\frac{0}{0}$, kdežto nominalní suma dluhu byla o $18\frac{0}{0}$ vyšší než co se stržilo. Současně (1891—1894) bylo vydáno od říše německé $3\frac{1}{2}\frac{0}{0}$ níh konsolů v nominalní sumě 107·7327 mil. M., za něž strženo skutečně 107·038 mil. M. Byl tedy skutečný úrok na $3\frac{1}{2}\frac{0}{0}$ ní konsoly pouze $3\cdot52\frac{0}{0}$, menší patrně než na pruské konsoly $3\frac{0}{0}$ ní, ačkoli bylo nutno nominalní sumu dluhu za $3\frac{1}{2}\frac{0}{0}$ konsoly pouze zcela nepatrně o $0\cdot65\frac{0}{0}$ zvýšiti, kdežto při $3\frac{0}{0}$ níh konsolech zvýšení dluhu obnášelo $18\frac{0}{0}$. Nemůže býti zřetelnějšího dokladu pro nevhodnost nízkého nominalního procenta, než-li byl podán současnými emisemi pruských a německých $3\frac{0}{0}$ níh a německých říšských $3\frac{1}{2}\frac{0}{0}$ konsolů. Tento zlý příklad pruský nakazil zrovna tak říšské finance německé, že hned vedle konsolů $3\frac{1}{2}\frac{0}{0}$ níh vydáno 1891/97 360 mil. M. $3\frac{0}{0}$ níh konsolů, za které strženo jen 301·659 mil. M., tak že skutečný úrok byl $3\cdot58\frac{0}{0}$, značně vyšší než při půjčkách $3\frac{1}{2}\frac{0}{0}$ níh a k tomu nominalní kapitál se musil zvýšiti o $19\frac{1}{3}\frac{0}{0}$. Podobně nevýhodně také později v r. 1901 bylo 300 mil. M. $3\frac{0}{0}$ níh konsolů emitováno s výtěžkem pouze $260\frac{1}{4}$ mil. M. (kurs $86\frac{3}{4}\frac{0}{0}$). [Úrokováno bylo $3\cdot458\frac{0}{0}$ a nominalní dluh přesahoval o $15\cdot3\frac{0}{0}$ strženou sumu.] Touž dobou byla $3\frac{1}{2}\frac{0}{0}$ ní renta na paritě.

Pruská půjčka z r. 1908, která pro prvých 10 let bude $4\frac{0}{0}$ ní, pak 5 let $3\frac{3}{4}\frac{0}{0}$ a po 15 letech $3\frac{1}{2}\frac{0}{0}$,

byla prodávána za kurs $98\frac{1}{2}\%$. Při těchto podmínkách úrokuje se skutečně dluh ročně asi $3\cdot74\%$ *) a suma nominalní dluhu zvyšuje se pouze o $1\cdot53\%$. Poněvadž na 3% konsoly by se bylo dostalo vypůjčiti sotva za kurs 83% , byly by sice úroky o něco nižší (asi $3\cdot61\%$ neb asi o $\frac{1}{28}$ nižší), ale za to by se nominalní suma dluhu musila zvýšiti o 20% .

Rusko v desetiletí před válkou s Japonskem mělo velmi příznivé úvěrní poměry, tak že 4% státní renta, která fakticky je úrokována $3\cdot8\%$ ročně (za příčinou 5% daně kuponové), byla napořád emitována al pari a starší výše úrokované půjčky se al pari konvertovaly v tuto státní rentu. Poměry ty se zcela změnily za japonské války a ještě více po válce. Dokladem nejlepším pro to je 5% půjčka z r. 1906, která při kursu $83\frac{1}{2}\%$, za který byla prodána, je vlastně 6% . Nejspíše že by se bylo podařilo umístiti 6% půjčku al pari, zvláště kdyby se bylo slíbilo jako při 5% , že nebude do r. 1917 konvertována. Tím by se bylo Rusko vyhnulo osudnému závazku, že musí splatit dluh o 20% vyšší sumou, než který skutečně dostalo. Ale Rusko ještě hůře v tom směru pokračuje; vydává půjčku (1350—1450 mil. frs.) nominalně $4\frac{1}{2}\%$ při kursu $89\frac{1}{2}\%$, z něhož po srážce výloh zbude jen asi 81% . Spíše by se doporučovalo voliti rentu $5\frac{1}{4}\%$ nebo kdyby se chtělo držeti okrouhlého čísla, — ač je to zbytečné, — byla by dle nynější výnosnosti ruských půjček 5% renta jediné vhodnou. Než finanční správy nezmoudřely dosud z minulých trpkých zkušeností nejen v Rusku, nýbrž ani vždy v jiných státech.

V Itálii, která 1895 zvýšila kuponovou daň z $13\cdot2\%$ na 20% , podařilo se již 1896 na $4\frac{1}{2}\%$ rentu vypůjčiti za kurs $95\cdot86\%$, což je roční procento úroku $4\cdot69\%$.

Jak v Rakousku byly v první čtvrti 19. století emisní podmínky půjček voleny, o tom již obšírně bylo pojednáno v oddílu V. odst. 1. Také od 1848—1868

*) Jak se tato a jiná podobná procenta vypočtou, o tom najde se výklad ve spisovatelově díle: „Mathematische theorie dñchodñ jistñch a pñjček annuitñtñch“.

byly kursy emisní pravidelně hluboko pod pari, ale to později nemělo tak zlých důsledků, jelikož 1868 nastala redukce úroků i dlužných nominalních sum, — (zvláště pokud úrokové procento nominalní bylo nižší než 5). Hůře bylo, že při současné redukci úroků byla u některých dluhů zvýšena nominalní suma dlužní. Tak zvláště při stříbrných půjčkách z let 1859 a 1865 byly úroky jen velmi nepatrně redukovány, totiž o $\frac{1}{30}$ asi (o $3\frac{40}{100}$), kdežto nominalní suma zvýšena o $15\frac{0}{100}$. a přece si takovou znamenitou koncesi, kterou tato téměř nezatelná redukce úroková byla více než nahrazena, Rakousko své věřitele nijak neudobřilo; protestovali dlouho zrovna jakoby stát byl zbankrotoval. V Anglii Rakousko dlouho z té příčiny nesmělo se ani o úvěr ucházeti.

Za těžkých dob pro úvěr cislajtanský od 1873 až 1880 finanční správy dopouštěly se neodpustitelných chyb, že stále jen se dlužily na nízká nominalní procenta a tím musily uzavíratí nominalní dluhy nepoměrně přesahující skutečně stržené sumy. Tak již krátkodobé pokladní listy ($5\frac{0}{100}$) s tříletou splatností byly vydány dosti nízko pod nominalní sumou (za $96\frac{0}{100}$ a $95\frac{1}{2}\frac{0}{100}$), vzhledem ke krátké lhůtě, v níž musily býti splaceny. [Úrokové procento vyjde tu asi na $6\frac{1}{2}$ ročně.] Ale to nemělo tak dalekosáhlých účinků jako vydání zlaté $4\frac{0}{100}$ ní renty, za jejíž nominalních 340-8502 mil. zl. ve zlatě bylo strženo celkem jen 206-1 mil. zl. ve zlatě. Byla tedy skutečná úroková míra $6\cdot615\frac{0}{100}$ ročně a nominalní sumu dluhu bylo nutno zvýšiti o $65\cdot4\frac{0}{100}$ nad to, co se opravdu na půjčku obdrželo. Tím způsobil si stát na vždy hroznou újmu, že musí stále ještě nyní platit původní úrok $6\cdot615\frac{0}{100}$ ročně, dokud se nepodaří rentu $4\frac{0}{100}$ ní konvertovati. I kdyby zlatá renta mohla někdy býti konvertována, snížil by se přece onen vysoký úrok celkem nepatrně; (při konversi na $3\frac{1}{2}\frac{0}{100}$ ní rentu al pari, na kterou ještě dlouho zajisté nedojde, snížil by se úrok přece jen na $5\cdot79\frac{0}{100}$ z vyplacené sumy). Kdyby se tehdy byla vydala $6\frac{1}{2}\frac{0}{100}$ ní nebo jen $6\frac{0}{100}$ ní, (jako to současně učinili Uhři), mohla se už dávno konvertovati na $5\frac{0}{100}$ ní a pak na $4\frac{0}{100}$ ní al pari a úrok by se byl velmi podstatně snížil.

Po roce 1880 zavedl finanční ministr Dunajewski aspoň potud lepší politiku, že se odhodlal k vydávání renty 5⁰/₀ní, ačkoli z počátku zejména v letech 1881 a 1882 byla by mnohem lépe bývala na místě renta 5¹/₂⁰/₀ní, kterou již v krátké době asi čtyř nebo pěti let bylo by bývalo lze konvertovati. Ale i tak úspěch renty 5⁰/₀ní byl znamenitý, ano v roce 1887 a 1888 podařilo se vypůjčiti na úrok nižší při rentě 5⁰/₀ní než-li na současně vydávanou umořovací rentu 4·20⁰/₀ní. Za nominalních 76·5364 mil. zl. renty 5⁰/₀ní utržilo se tehdy skutečně 72·495 mil. zl., což odpovídá ročnímu úroku 5·28⁰/₀; kdežto za 22·8357 mil. zl. 4·20⁰/₀ní renty **současně** vydané dostalo se jen 17·847 mil. zl. a tedy skutečný úrok byl znatelně vyšší totiž 5·37⁰/₀ ročních. A přece při rentě 5⁰/₀ní byl nominalní dluh jen o 5·57⁰/₀ vyšší sumy stržené, kdežto při rentě 4·20⁰/₀ bylo nutno nominalní sumu dluhu zvýšiti skoro o 28⁰/₀. Věřitelé patrně tehdy nepočítali nikterak na to, že by na kursu renty sjednocené mohli příliš získati. A přece renta ta dočkala se brzy toho, že trvaleji vystoupila nad pari od r. 1895—1907. Kdyby se byly později obě renty konvertovaly ve 4⁰/₀ní al pari (u renty 5⁰/₀ní se bohužel tak nestalo), mohl se úrok z pětiprocentní renty snížiti na 4·23⁰/₀, kdežto úrok z 4·20⁰/₀ní renty bylo lze snížiti jen nepatrně na 5·10⁰/₀. [U renty 5⁰/₀ o 1¹/₅, kdežto u renty 4·20⁰/₀ jen o 1¹/₂₀].

Umořovací renta 4·20⁰/₀ byla od r. 1868 až do roku 1895 nepřetržitě každoročně vydávána (kromě r. 1872) a emisní kursy byly často velmi nízko pod paritou. [R. 1868: 58·93⁰/₀, r. 1870: 57·76⁰/₀, r. 1871: 59¹/₂⁰/₀, r. 1878: 60·1⁰/₀]. Tato forma dlužení byla tedy zrovna tak nešťastná jako na rentu zlatou. Stát měl raději za plný nominalní obnos nebo blízko něho vydávati renty 7⁰/₀ní, 6⁰/₀ní nebo 5⁰/₀ní podle stavu trhu nebo na jiné i neokrouhlé procento a byl by později konversemi (al pari), které se daly beze všeho provést, značně zmírnil břímě úrokové. [O tom nutno promluvíti ještě při konversích.]

Ke sklonku 19. století byly poměry úvěrní ovšem mnohem příznivější a žádná půjčka (kromě 3⁰/₀ních obligací lokálních dráh, kterou stát vydal r.

1894 částečně za kurs jen $76\frac{1}{2}\%$) nebyla tehdy prodána pod 92% , velmi mnohé emise se podařilo umístiti za kurs od paritního velmi málo odchylný ano i za úplně rovný paritnímu (rentu zlatou v r. 1895). Ale i tu jednalo se přece někdy ukvapeně, tak při konverzi 5% ní papírové renty, (o čemž později).

Je pochopitelné, že Uhry při svém mnohem chatrnějším úvěru, zvláště na počátku své samostatnosti po r. 1867 musily se podrobiti podmínkám nad obyčej krutým. Ale chyby té, aby nevydávali půjčky s nepoměrně nízkým nominálním procentem nedovedli se nijak vyvarovati; naopak tím snadněji po většině do ní upadaly, čím to mělo pro státní finance uherské horší následky.

Již při výkladu, jak vznikal a rostl uherský státní dluh, byla příležitost na to upozorniti. Větší díl 4% ní zlaté renty uherské má přímo původ a vzrůst podobný jako tomu bývá při řítících se lavinách. Z okamžité tísně byla totiž 1873 a 1874 uzavřena především krátkodobá půjčka 6% ní 153 mil. zl. ve zlatě. Na tu půjčku (ve dvou emisích) se stržilo jen $124\frac{3}{4}$ mil. zl. ve zlatě, tedy upsaný nominální dluh byl vyšší o $22\cdot7\%$. Ale tento dluh se nemohl v oné krátké době (pěti let) splatit hotově a proto musilo se k jeho zapravení vydati 6% ní renty 208·2 mil. zl. ve zlatě; tedy onen bez toho už vysoký nominální závazek 153 mil. zl. ve zlatě tím vzrostl zase o $36\cdot1\%$. Ale ani při tom se nezůstalo a renta 6% ní byla záhy na to proměněna ve 4% ní tak překotně a nešťastně, že místo 208·2 mil. zl. ve zlatě musilo se upsati nominálně 283·7 mil. zl. ve zlatě čili zase o $36\frac{1}{4}\%$ více. Tak se šlo po těchto stupních: z původně vyplacené půjčky $124\frac{3}{4}$ mil. zl. ve zlatě byla prvně nominální suma 153 mil. zl. ve zlatě; ta dále přepsána byla ve vyšší sumu 208·2 mil. zl. ve zlatě a ta opět v ještě vyšší 283·7 mil. zl. ve zlatě. Během asi osmilet vzrostl tak dluh pouhým připisováním z původně obdržené sumy $124\frac{3}{4}$ mil. zl. ve zlatě ve 4% ní rentu nominálních 283·7 mil. zl. ve zlatě tedy zvýšil se o $127\cdot4\%$. Při tom se z něho musily ještě platit hrozná úroky: z počátku 9·18 mil. zl. ve zlatě ročně, později (po přeměně v 6% ní rentu) 12·492

mil. zl. ve zlatě ročně a konečně (po konversi $6\frac{0}{0}$ ní renty ve $4\frac{0}{0}$ ní) 11·348 mil. zl. ve zlatě, kterýžto úrok z něho platí uherský stát až do dneška a bude platit stále stejně, pokud nebude možno rentu $4\frac{0}{0}$ ní se zdarem konvertovati: [I kdyby renta $4\frac{0}{0}$ ní se dala konvertovati al pari na $3\frac{0}{0}$ ní klesl by úrok ten pouze na 8·511 mil. zl. ve zlatě.]

Dejme tomu, že by v r. 1875 uherský stát byl musil vydati půjčku třebas i $11\frac{0}{0}$ ní, aby dostal vyplacenu plnou sumu nominalní, což zajisté bylo by procento neslýchané, — byl by platil z prvu sice roční úrok 13·7225 mil. zl. ve zlatě, ale tento dluh byl by se dal velmi záhy konvertovati na $7\frac{0}{0}$ ní al pari (asi před r. 1880 jistě, jelikož od toho roku se již konvertovala renta $6\frac{0}{0}$ ní) a tu byl by již úrok z něho klesl na 8·7325 mil. zl. ve zlatě ročně. V r. 1884 nejdéle mohla se tato $7\frac{0}{0}$ ní renta konvertovati jistě al pari v $5\frac{1}{2}\frac{0}{0}$ ní a úrok byl by už jen 6·860975 mil. zl. ve zlatě. V r. 1889 nebo 1890 byla by se podařila jistě konverse v rentu $5\frac{0}{0}$ ní al pari, či úrok byl by tím klesl na 6·23725 mil. zl. ve zlatě. A konečně by se byla mohla v r. 1893 nejdéle tato renta konvertovati al pari na rentu $4\frac{1}{2}\frac{0}{0}$ ní s ročním úrokovým požadavkem 5·613525 mil. zl. ve zlatě a později (v r. 1898) byla i možná konverse v rentu $4\frac{0}{0}$ ní al pari, čím by se byl úrok redukoval na 4·99 mil. zl. ve zlatě. Tedy z počátku v prvních třech letech byl by se musil zaplatit úrok vyšší, (ačkoli i to je pochybno), — dohromady snad asi nejvýš sedm až osm mil. zl. ve zlatě; ale to by se bylo brzy dohonilo, neboť již z renty $7\frac{0}{0}$ ní byl by úrok ročně o 3·7595 mil. zl. ve zlatě nižší nežli z renty $6\frac{0}{0}$ ní, kterou musil dluh býti splacen. A z renty $5\frac{1}{2}\frac{0}{0}$ ní byl by již úrok byl o 4·48675 mil. zl. ve zlatě ročně nižší a tak dále; až konečně z renty konvertované $4\frac{0}{0}$ ní byl by místo nynějších 11·348 mil. zl. ve zlatě, které se dlouho ještě budou platit, jen ročně 4·99 mil. zl. ve zlatě. Tak se pomstila neupřímnost, která nedovoľovala přiznati neslýchaně vysoký úrok a předstírala nízké nominalní procento, ačkoli ve skutečnosti bylo vysoké!

Zdali se takové dlužení s lavinově rostoucími nominalními sumami, dluhu nerovná vypůjčování na

směnky od nejkrutějšího lichváře? Jak tu krásně doložena citovaná už slova Labeyrie-ho, že to je počínání marnotratných synů podpisujících daleko vyšší obnosy než které dostali! („... système des fils de famille, des prodigues“, atd. viz str. 210 a násl. Ale takoví marnotratní synové záhy se vyčerpají a často se lichvářům tak pomstí, že jim konečně dluhu nezaplatí. Ale stát přebírá takové závazky pomalu na věky, jako je to zřetelno zde, kde za původně vyplacenou sumu $124\frac{3}{4}$ mil. zl. ve zlatě před třiceti a třemi roky platí se dosud a platit se bude stále na neurčito 11·348 mil. zl. ve zlatě ročních úroků! Je to jenom svědectví pro houževnatost států zcela špatně řízených, že i takové rány snesou a jim nejen nepodlehnou, nýbrž i hmotně při tom prospívati mohou.

Ovšem později nebylo už ani lze podobných přehmatů se dopouštěti, jelikož i úvěr uherský, ačkoli se mu takto zasazovaly těžké rány samou uherskou správou finanční, se ponenáhlu do té míry zotavil, aby podobné nesmysly nemohly se opakovati. Nicméně v menších rozměrech systém ten byl prováděn dále, pokud to jen šlo. Tak od r. 1881 do 1889 bylo za nominalních $358\frac{1}{2}$ mil. zl. papírové renty $5\frac{0}{10}$ ní skutečně jen vyplaceno sotva $311\frac{1}{4}$ mil. zl. Při ročním úroku vyšším než $5\frac{3}{4}\frac{0}{10}$ byla upsána nominalní suma dluhu o $15\cdot2\frac{0}{10}$ vyšší; při emisi v r. 1881 byl skutečný úrok $6\frac{1}{4}\frac{0}{10}$ ročně a nominalní dluh o $25\frac{0}{10}$ vyšší než vyplacená valuta].

Horší ještě byly přehmaty při jednotlivých konverších (na př. při konverzi vyvazovacího dluhu, ale o tom bude promluveno v odstavci následujícím). Emise $4\frac{0}{10}$ ních korunových rent byly umístěny za různé kursy od $90\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ asi až do $96\cdot1\frac{0}{10}$; tedy nominalní sumy dluhu byly zvýšeny jen od $4\frac{0}{10}$ až do $10\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ nad vyplacenou valutu. I to byla stále dosti značná koncese věřitelům, ačkoli v té míře byl aspoň i všude jinde podobný zvyk.

Že ani při soukromých dluhopisech, na př. při prioritních obligacích akciových dráh nebylo dbáno lepších podmínek emisních, toho nejlepším dokladem jsou $3\frac{0}{10}$ ní priority jižní dráhy. Tak při jednotlivých emisích

strženo bylo za prioritu znějící na 500 frs. nominalních pouze 165·40 K (při emisi X obsahující 750·000 kusů) a 178·34 K (při emisi S obsahující 400·000 kusů). Je-li 500 frs. má cenu přibližně 475 K, je viděti, že místo skutečně vyplacených 165·40 K se jižní dráha zavázala splatit 475 K čili sumu o 187·20/0 vyšší. Při tom byl smluven skutečný úrok 30/0 z nominale čili přes 8·60/0 ročně z skutečně vyplacené hodnoty. Tyto podmínky lichvářské vysvětlují s dostatek, proč jižní dráha se svým ohromným nominalním prioritním dluhem, který tak vysoko dosud skutečně úrokuje a jež v sumě více než 2½ násobně spláceti musí, nemůže docíliti žádného zisku pro akcionáře; ba nemůže dostáti podmínkám emisním, aby v době umořovacím plánem stanovené splácela své priority.

Jak věřitelé často nic na to nedali, že se jim upisuje vyšší nominalní suma dluhu, je viděti z tohoto přehledu, v kterém uvedeny emise rak. papírové 50/0ní renty a současný kurs renty 50/0ní pap. a 4·20/0ní sjednocené:

Téhož dne byl na burse vídeňské

Datum vyd. renty 50/0ní	kurs 50/0ní renty, za který prodána	tomu přísluší úrokování	kurs 50/0ní pap. renty	výnosnost její	kurs 4·20/0ní papírové	výnosnost její
26. břez. 1881	92 1/8 %	5·4350/0	94·60	5·2850/0	74·35	5·6490/0
13. dub. 1882	92 1/8 %	5·4270/0	92·55	5·4020/0	76·25	5·5080/0
10. červ. "	92 1/8 %	5·4270/0	92·38	5·4120/0	76·55	5·4870/0
11. květ. 1883	92 3/8 %	5·4130/0	93·28	5·3600/0	78·65	5·3400/0
22. dub. 1884	94 1/2 %	5·2910/0	95·53	5·2330/0	79·90	5·2570/0
20. květ. 1886	101 1/2 %	4·9500/0	101·80	4·9120/0	85·20	4·9200/0
6. dub. 1887	94 %	5·3190/0	97·03	5·1520/0	80·65	5·2080/0
14. květ. 1887	94 %	5·3190/0	97·13	5·1470/0	81·40	5·1600/0
15. červ. 1887	94 %	5·3190/0	97·05	5·1520/0	81·60	5·1470/0
23. list. 1888	96·6 %	5·1790/0	97·45	5·1310/0	81·85	5·1310/0

Skoro vesměs bylo skutečné úrokování při 4·20/0ní rentě vyšší než při 50/0ní. Zvláště v r. 1881 je rozdíl ten, že renta 4·20/0ní vynášela více než o 1/14 vyšší úrok nad rentu 50/0ní, ačkoli při rentě 4·20/0ní byl nominalní dluh o 34 1/20/0 vyšší než kurs, kdežto při rentě 50/0ní jen o 5·70/0 vyšší.