



SEMINÁRNÍ PRÁCE

DO PŘEDMĚTU

FINANČNÍ TRHY

Téma:

RIZIKA NA FINANČNÍCH TRZÍCH

Zpracovala: Veronika Fajtová
UČO: 171845
Obor: Finanční podnikání
Datum: 17.10.2007

Obsah:

Riziko na finančním trhu	3
Vztah mezi riziky a výnosy	4
Druhy finančních rizik	5
Úvěrové riziko	5
Postup a důležitá kritéria při výběru finančních partnerů	5
Větší zisky versus etika	6
Hodnocení finančního zdraví protistrany	7
Tržní riziko – riziko kursových změn	9
Příčiny volatility	9
Měnové riziko	10
Ochrana proti měnovému riziku	10
Riziko úrokových měr a neinvestiční riziko	10
Ochrana proti úrokovému riziku	11
Riziko likvidity	11
Riziko lidského faktoru	12
Riziko konfliktu zájmů	13
Systémové riziko	13
Riziko inflace	13
Systematické riziko	14
Právní riziko	14
Závěr	16
Zdroje	17

Riziko na finančním trhu

Riziko na finančním trhu je jedním z faktorů, ovlivňujících cenu investic. Veškeré investice jsou založeny na lidských znalostech a zkušenostech z předchozích úspěchů či neúspěchů. Avšak informace i od toho nejzkušenějšího investora zdaleka nemusí být klíčem k úspěchu. Zvláště v posledních desetiletích, kdy se finanční sektor stává rozsáhlejším a dochází na něm k mnoha druhům finančních operací, existují zde i mnohá finanční rizika. Znalosti investorů, které nemusí být perfektní jsou vždy zatíženy určitou neznalostí a nejistotou. Musíme se smířit s faktem, že o akciích, jakožto i o ostatních typech investic, je dokonale známo pouze to, že jejich kurzy mohou – a budou – kolísat.

Pro úplnost bych ještě dodala, které faktory mají vliv na cenu investic. Jsou to:

- dividendové a úrokové výnosy; ceny akcií jsou určovány výší vyplácených dividend
- růst; růst hodnoty podniku je motorem, který žene ceny akcií vzhůru – tento faktor je v současné době mnohem důležitější než výše dividend
- úrokové míry; jsou ukazatelem pro investora, jak naložit s penězi, tzn., že investor nebude investovat do akcií při vysokých sazbách a naopak si peníze uloží do bezpečných bankovních vkladů (čímž klesá poptávka po akciích, tudíž klesne jejich cena)
- čas; čas má vliv prakticky na vše – na výši rizika, na výši úrokových měr, na hodnotu budoucích dividend, jakožto i na růst tržní hodnoty investic. Může hrát podle okolností ve prospěch investora i proti němu
- a v neposlední řadě již zmíněné riziko.

Různých druhů rizik a způsobů, jak je měřit, je několik. Podstatu nich lze shrnout ve dvou základních principech, kterými se rozumní investoři řídí:

- a) Mají-li dvě investice stejnou očekávanou míru výnosu, racionální investor dá přednost té, která je spojena s nižším rizikem.
- b) Mají-li dvě investice stejnou míru rizika, racionální investor dá přednost té, která přináší vyšší míru výnosu.¹

Ačkoliv tato dvě souvětí zdánlivě vypadají přirozeně a samozřejmě, lze s jejich pomocí odvodit dosti složité teorie, popisující chování účastníků kapitálového trhu (konkrétně se jedná o moderní teorii portfolia, model CAPM, Black-Scholesův model oceňování opčních kontraktů a podobně).

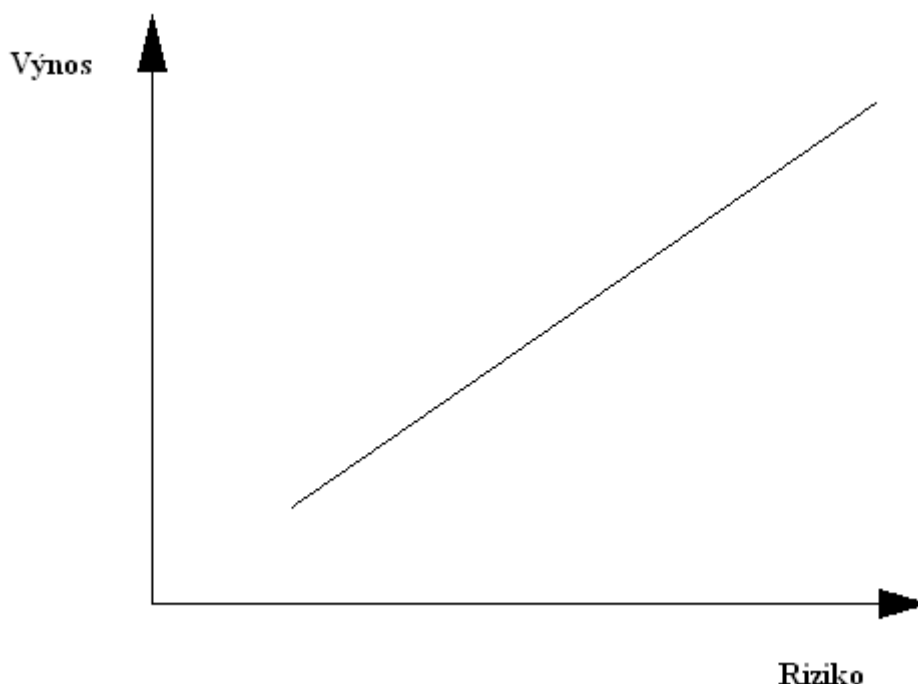
Bezriziková investice

Je to taková investice, která existuje ve finanční teorii. Můžeme za ní považovat například investici do státních cenných papírů nebo vklady u bezpečných bank.

V praxi ovšem žádný stát nebo banka není stoprocentně imunní vůči riziku finančního zhroucení. Navíc hrozí všudypřítomná inflace, jež je schopna nečekaně snižovat výnosy zdánlivě bezpečných investic

¹ Pavel Kohout, Martin Hlušek: Peníze – Výnosy a rizika, Příručka investiční strategie; EKOPRESS, 2002, Druhé rozšířené vydání

Vztah mezi riziky a výnosy

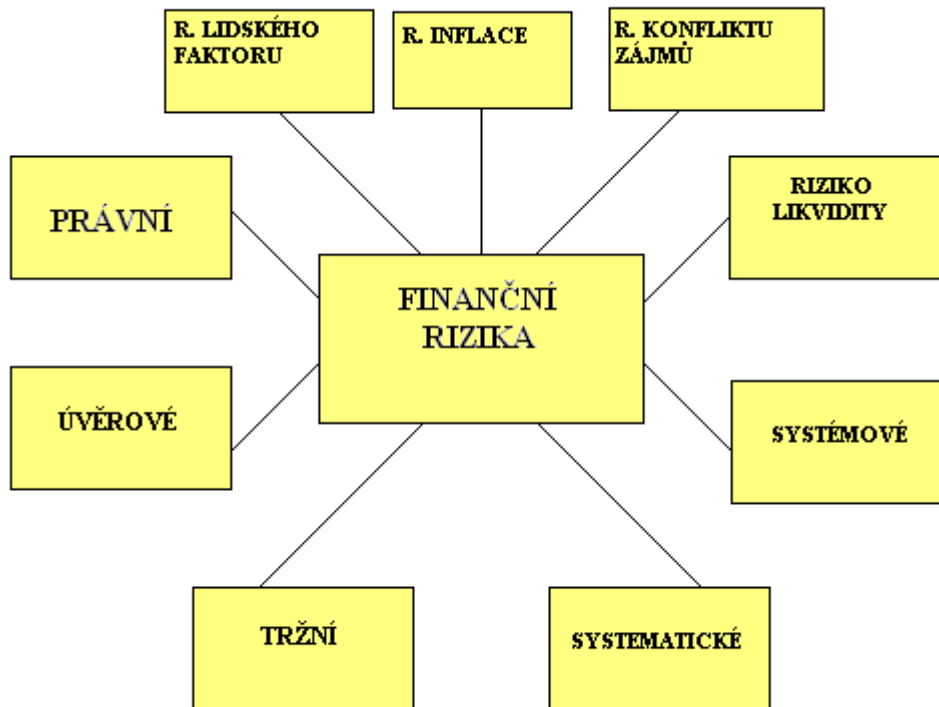


Pokud budeme uskutečňovat jakoukoliv investici, vždy bude spojena s určitou úrovní rizika. Očekávané investice jsou úměrné riziku dané investice (viz obrázek). Tento vcelku jednoduchý graf nám neříká nic nového ani překvapivého. Riziko není pouze hrozbou, nýbrž i příležitostí. Ovšem nevyčteme z něj, že existují různé třídy rizika, z nichž ne všechny jsou skutečně spojeny s výnosy. Některé druhy rizika nejsou nijak užitečné a je vhodné se jim vyhýbat. Každý investor by měl vědět, jak se efektivně nasetkat se zbytečnými riziky, popřípadě je úplně eliminovat, a podstupovat pouze nutná rizika.

Vraťme se ještě k bezrizikové investici: hovoříme-li o ní, máme většinou na mysli takovou investici, která postrádá jen jeden z mnoha možných druhů rizik. Vezměme v úvahu bankovní vklad u státem garantované banky. Ve většině případech je tato investice považována za bezrizikovou. To ovšem tak úplně neodpovídá pravdivému tvrzení, protože ani nejsilnější pancíř bankovního trezoru, jakožto ani písemný příslib guvernéra centrální banky, nám nezajistí naprosto bezpečnou ochranu proti možné ztrátě způsobené inflací.

V podstatě pokaždé, když máme možnost investovat s kladnou očekávanou mírou výnosu, musíme též počítat s jistým rizikem. Se svými penězi bychom měli nakládat s velkou opatrností, avšak nemusíme se za každou cenu držet u zdi. Koneckonců, odvážným štěstí přeje, a risk je zisk, což neplatí jen pro investice na finančních trzích.

Druhy finančních rizik



Úvěrové riziko

Úvěrové riziko, nebo-li riziko nedodržení závazku je patrně nejstarším typem rizika. Je to nebezpečí pro věřitele, že dlužník nesplatí svůj dluh. Když nahlédneme do minulosti, již staří Babylóňané znali pojem „platební neschopnost“, ve starověké Attice existoval pojem „šestinový rolník“ (hektomor), což byl rolník, jenž odevzdával pět šestin výnosu věřitelům. A nejen to: svého času se v Attice natolik rozšířilo otroctví pro dluhy, že hrozil znatelný úbytek svobodného obyvatelstva. Nakonec to vyřešil nejvyšší aténský archont Solón, který tento institut šestinových zemědělců a otroctví pro dluhy zrušil v rámci své reformy, nazvané „setřesení břemene“ (seisachtheia).

Proto musíme být při výběru finančních partnerů velmi obezřetní a vybírat si je pečlivě, podle znalosti jejich finanční situace, dobrého jména a tradice. Cenné papíry podniku, který není schopen splácet dluhy, jsou platební neschopností vždy hluboce zasaženy.

Postup a důležitá kritéria při výběru finančních partnerů

Před tím, než budeme investovat do cenných papírů, měli bychom důkladně prostudovat všechny právně závazné dokumenty jejich emitenta. V případě jednotlivých akcií musíme ovšem vzít na vědomí, že tyto dokumenty bývají pouze v angličtině, tudíž výskyt případných nejasností není tak úplně vyloučen – můžeme požadovat vysvětlení a čas na rozmyšlenou. Také čas na to si ověřit, zda náš makléř nebo správce portfolia má všechny příslušné licence a jaká je jeho vlastnická struktura, případně též kreditní rating.

Nesolidní finančníci se vyskytují po celém světě. Z tohoto důvodu vydal Úřad státního zástupce státu New York doporučení, jak se bránit proti některým praktikám²:

- *Nikdy nesvěřujte peníze firmám nebo osobám, které znáte jen po telefonu nebo na základě rozhovoru s obchodním zástupcem. Nikdy neposílejte peníze na jiné účty nebo adresy, než které jsou uvedeny ve smlouvě. Nikdy nedávejte hotové peníze přímo obchodnímu zástupci. Pokud vás někdo bude přesvědčovat k podobným praktikám, uvědomte příslušné úřady.*
- *Vždy vyžadujte osobní doručení písemných potvrzení obchodních příkazů.*
- *Velké naléhání na klienta signalizuje problémy. Buďte ostražití vůči komukoli, kdo vám říká „investujte rychle, nebo zmeškáte životní příležitost“. Jakýkoli nátlak, zejména pokud není konzistentní s vaším rizikovým profilem a investičními cíly, je varovným faktorem.*
- *Doporučení, založená na „důvěrných informacích“, předpovědi skvělých zisků a doporučení radikálně zvýšit riziko vašeho osobního portfolia budí automaticky podezření. Pamatujte, že pokud něco vypadá příliš dobře, než aby to byla pravda, pak to obvykle pravda není!*
- *Je zakázáno, aby makléř doporučil klientovi investici, která je nevhodná vzhledem k jeho věku, finanční situaci, investičním cílům a zkušenostem.*
- *Je zakázáno, aby správce portfolia prováděl jménem klienta nadměrné množství obchodů.*
- *Zakázány jsou samoučelné obchody bez ekonomického zdůvodnění, například přestup mezi fondy s podobnou investiční strategií.*
- *Dezinterpretace nebo zamlčování podstatných faktů patří rovněž mezi zakázané praktiky. Mezi podstatné faktory patří zejména rizika spojená s investováním do určitého cenného papíru, poplatky a náklady spojené s investováním, technické a analytické informace, jako například kreditní ratingy.*
- *Je zakázáno účtovat klientům nepřiměřené přírázky, srážky nebo provize z nákupu či prodeje cenných papírů.*
- *Je zakázáno garantovat klientům, že neztratí peníze při určité transakci, stejně jako souhlas makléře se sdílením případných ztrát klienta.*
- *Je zakázáno poskytování konkrétních předpovědí kursů cenných papírů.*

Větší zisky versus etika

V některých případech (nemusí se týkat pouze investování) se nám zdá být přitažlivější varianta, upustit od poctivého jednání a morálních zásad, a zvolit cestu zakázanou, protože na jejím konci se leskne vidina několikanásobného zisku. Pojďme si to ukázat na konkrétním příkladě: investiční společnost A je na rozcestí – buď se bude držet zásad obchodní etiky a vydělá sto milionů €, nebo je porušit, společnost „vytunelovat“, a vydělá miliardu €. Jakou strategii zvolí, budeme-li předpokládat, že motivace je pouze peněžní a abstrahovat od jakékoli morálky?

V tomto případě je volba jasná – kdo by se držel poctivosti, když může vydělat desetkrát tolik? Avšak spočítejme si i druhou variantu: pokud se společnost A bude v následujících letech držet etických zásad a schopna ročně vydělávat sto milionů €. Vypočítáme-li ziskový potenciál této strategie metodou diskontovaných peněžních toků, dojdeme k výsledku, že onu miliardu € vyděláme za patnáct let (při úrokové míře 5%).

² Pavel Kohout, Martin Hlušek: Peníze – Výnosy a rizika

Stále se ale vkrádá myšlenka, že lepší je mít miliardu hned a nečekat na ní 15 let. Přičemž druhá varianta není úplně jistá. Pro krátkodobého investora je odpověď jasná: dodržovat etická pravidla se nevyplácí. Ale dlouhodobý investor neshledává 15 let tak dlouhou dobou; existují i padesátileté obligace a výjimkou nejsou ani dluhopisy se splatností sto let. Pro investora, jehož horizont je například 30 let, bude mít každoroční stomilionový zisk za daných podmínek hodnotu přes 1,6 miliardy €. Tudíž i kdyby byl tento investor nemorální tunelář, pravděpodobně bude dodržovat etické zásady, jelikož jsou pro něj prostě výhodnější. Kromě toho tržní hodnota akcií společnosti A, kterou lze na trhu získat velmi rychle, může daleko přesáhnout onu miliardu, jež by bylo možno „vytunelovat“.

Nemluvě o tom, že dodržování etických pravidel přiláká klientelu od svých konkurentů, z nichž ne všichni budou zastávat stejný přístup. Pokud se výnosy A zvýší ročně o deset procent, bude mít „etická strategie“ čistou současnou hodnotu 6,4 miliardy €. Dobré jméno firmy stojí v tomto příkladě nejméně 5 miliard €. Etika je tedy miliardový byznys!

Jinak je tomu u drobných podnikatelů: ti stojí na rozcestí dvou variant – být podveden, či nikoli. Vybrat si dobrého makléře a profesionálního investora je nelehký úkol. Všichni opatrní investoři se totiž řídí heslem – historie není nikdy zárukou budoucích výnosů.

ČESKOSLOVENSKO VE 20. STOLETÍ

Za první republiky zde existovala hluboká důvěra ve stát a jeho odhodlání dostát svým závazkům. Československá vláda dokonce převzala část závazků někdejšího Rakouska a dále splácela úroky z rakouských státních obligací. Komunistická vláda v roce 1953 prostřednictvím měnové reformy vědomě porušila své závazky a přestala splácet úroky a kupony státních obligací. Dozvuky této reformy jsme pociťovali i o čtyřicet let později: v roce 1997 nastala nejistota ohledně kursu Kč, nastala panika, a česká veřejnost hromadně investovala do devizových vkladů.

Hodnocení finančního zdraví protistrany

Dosud jsem popsala doporučení, jak se vyhnout podivným firmám bez dostatečného kapitálu, bez historie a bez dobrého jména. Pokud na ně nebudeme mít smůlu, můžeme výrazně omezit riziko, že budeme podvedeni. Stále však nad námi visí hrozba, že přijdeme o své investice v důsledku hospodářského úpadku protistrany. Emitent obligace se může dostat do hospodářských potíží a přestat vyplácet úroky, banka může zkrachovat i s naším vkladem, a podnik může taktéž zkrachovat, přičemž likvidační hodnota jeho akcií může být nulová. Z tohoto důvodu je velice rozumné a důležité hodnotit finanční zdraví protistrany, které hodláme svěřit své peníze, ať už jde o půjčku, vklad do banky, koupě obligací anebo investice do akcií.

V průběhu let a nasbíraných zkušeností se vytvořila seriózní metodika hodnocení kvality dlužníků. Tato metodika je známa pod názvem rating:

- Rating – hodnocení schopnosti dlužníka splácet své závazky, resp. hodnocení míry kreditního rizika (některé instituce, například americké penzijní fondy, mají zákonem předepsáno, že smějí investovat pouze do cenných papírů s určitým ratingem)

Čím horší rating, tím větší pravděpodobnost nesplacení závazků. Zároveň se ukazuje, že je velký rozdíl mezi investičním a spekulativním rizikem. V následující tabulce uvádím čísla vycházející z dlouhodobých zkušeností renomované ratingové agentury Moody's:

Pravděpodobnost selhání podnikových obligací (%) ³

Rating	5 let od vydání	10 let od vydání
AAA (nejkvalitnější subjekty - nízký stupeň rizika)	0,08	0,08
AA	1,2	1,3
A	0,53	0,98
BBB	2,39	3,66
BB	10,79	15,21
B	23,71	35,91
CCC (subjekty s nejvyšším stupněm rizika)	45,63	57,39

Z pohledu drobného investora by mělo být zřejmé, že by nebylo praktické svěřit své úspory bance, aniž bychom se přesvědčili, jaký je její rating. V případě, že rating není k dispozici, raději se příslušné bance vyhneme (např. banky v ČR v devadesátých letech – Banka Bohemia, Česká banka, atd.).

V případě dluhopisů by se na první pohled mohlo také zdát, že bychom se zásadně měli vyhýbat obligacím s horším ratingem než A, avšak tento úsudek je předčasný: vyšší riziko (tj. horší rating) totiž v případě obligací přináší vyšší průměrné výnosy. Tudíž může být výnosné do nich investovat – pokud přijmeme vyšší riziko platební neschopnosti, které je s nimi spojené.

Rating ovšem nelze chápat jako předpověď výnosů. Nižší rating má charakter předpovědi, že dlužník pravděpodobně uhradí své závazky. Avšak absolutně nic nevypovídá o budoucím vývoji kurzů těchto obligací. V závislosti na vývoji úrokových měr a ekonomiky mohou silně poklesnout i ceny obligací s velmi dobrým ratingem. Rating nemá přímý vztah z akciím, i když obecně platí, že kursy akcií firem s příznivým ratingem bývají méně kolísavé.

Rating v žádném případě nelze zaměňovat za investiční doporučení.

PŘ: Společnost ING ⁴

Hlavní úvěrové ratingy společnosti ING (podle ratingové agentury Standard & Poor's):	
ING Group	AA -
ING pojištění	
- krátkodobé	A-1+
- dlouhodobé	AA -
ING banka	
- krátkodobé	A-1+
- dlouhodobé	AA
- finanční stabilita	B

³ Zdroj: Moody's Investors Service (www.moodys.com)

⁴ Výroční zpráva společnosti ING (www.ing.com)

Tržní riziko – riziko kursových změn

Je to takové riziko, které souvisí se změnou hodnoty obchodovaného aktiva. Pohyblivost kursů, neboli volatilita, má mezi řadou a typy rizik mimořádné postavení. Slovo „volatilita“ pochází z latinského volare – létat. Projevuje se nejzřetelněji tak, že graf zachycující pohyby cen akcií, komodit, měn, obligací, derivátů nebo jakýchkoli jiných obchodovaných aktiv není rovná čára. Historický graf nějaké akcie obvykle vypadá jako roztřesená čára. Mírou této „roztřesenosti“ je právě volatilita. Klasickým způsobem výpočtu historické volatility je stanovení standardní odchylky výnosů za dané období.

*PŘÍKLAD: Praktické použití volatility pro výpočet rozsahu možných výnosů
Průměrný výnos amerického indexu S&P 500 činil v druhé polovině dvacátého století přibližně 12,2%. Volatilita tohoto indexu činila během stejného období přibližně 15,3%.*

Předpokládejme, že průměrné výnosy a volatilita se během času příliš nemění a velikost výnosů podléhá normálnímu rozložení. Nyní můžeme určit pravděpodobný interval výnosů akciového indexu. Ze statistiky víme, že na intervalu $\langle \mu - 2\sigma, \mu + 2\sigma \rangle$ (kde μ je střední hodnota a σ je standardní odchylka) leží přibližně 95% všech pravděpodobných hodnot. Můžeme tedy tvrdit, že roční výnos indexu S&P 500 se bude s 95% pravděpodobností pohybovat v intervalu $\langle -18,4\%, +42,8\% \rangle$. Volatilita nám tedy umožňuje realisticky zhodnotit riziko ztráty nebo naopak maximální potenciál zhodnocení našich investic.⁵

Příčiny volatility

Pro mnoho amatérů i profesionálů jsou tradiční poměrové ukazatele vycházející z auditovaných účetních závěrek – jako jsou např. poměr vlastních účetních aktiv k dlouhodobým závazkům – solidnějším údajem než volatilita. Protože jsou účetní údaje všeobecně přístupné, lze se domnívat, že je účastníci trhu již zakomponovali do svých odhadů cen. Proto je zároveň možné, aby kurs akcie podniku, který je v problémech, náhle „vystřelil“ vzhůru při jakékoli známce zlepšení jeho situace.

Martin Drummen a Heinz Zimmermann, dva švýcarští vědci, provedli analýzu volatility více než 4300 akcií z jedenácti vyspělých evropských trhů mezi lety 1986 – 1989, tj. období, které zahrnovalo světový burzovní krach v roce 1987. Mezi hlavní závěry této studie patří zjištění, v jakém poměru se na volatilitě podílejí různé faktory. Tabulka⁶ ukazuje průměrný vliv různých faktorů:

Vliv měnových kursů	1,70%
Vliv světových akciových indexů	10,80%
Vliv evropských akciových indexů	8,10%
Vliv odvětvových akciových indexů	9,20%
Vliv národních akciových indexů	19,10%
Nevysvětleno	51,10%

⁵ Pavel Kohout, Martin Hlušek: Peníze – Výnosy a rizika

⁶ Drummen, Zimmermann: The Structure of European Stock Returns, Financial Analysis Journal (1992)

Jak je patrné, nejvýznamnějším faktorem je chování akciového trhu v rámci národní ekonomiky. Důležité je ovšem také zjištění, že zhruba polovinu celkové volatility nebylo možno pomocí obecně fungujících faktorů vysvětlit.

Měnové riziko

Toto riziko, vyplývající z kolísání měnových kursů, je poměrně novým prvkem na světových finančních trzích ve 20. století. V průběhu něj však existovala překvapivě dlouhá období, kdy většina světových kurzů byla svázána buď přímo se zlatem, anebo s americkým dolarem, který byl kryt zlatem do roku 1973. Dnes se již na žádných bankovkách nevyskytují nápisy – „Tato bankovka je kryta zlatem.“, jelikož nikde na světě zlato nedefinuje měnový kurs. Kursy všech významných měn jsou určovány výhradně nabídkou a poptávkou.

Krytí dolaru zlatem mělo ve své době význam, protože napomáhalo udržovat relativně nízkou inflaci. Měny ostatních států byly převážně definovány rovněž vůči zlatu nebo vůči dolaru. Od roku 1944, kdy se konala slavná Bretton-Woodská konference, na níž byl založen IMF (mezinárodní měnový fond) až do sedmdesátých let zůstávaly měnové kursy stabilní, s výjimkou občasných revalvací či devalvací. Měnové trhy měly poměrně malý rozsah, protože neposkytovaly mnoho spekulacních příležitostí a poptávka po zajišťovacích produktech vůči měnovému riziku prakticky neexistovala. Atlas světa, který byl vydán v roce 1966, mohl uvádět přesné měnové kursy vzhledem z dolaru, aniž by řešil obavy, že by to za pár let mohlo být jinak.

V 60. letech ovšem už začínalo být jasné, že pevný kurs dolaru vůči zlatu postupně ztrácí ekonomické opodstatnění, a tak byl v roce 1973 zrušen. V současnosti je – jak již bylo řečeno – kurs dolaru určován výhradně nabídkou a poptávkou, a zlato již nemá s měnovými kursy nic společného; je považováno za komoditu, jako je třeba obilí nebo ropa.

Specifická vlastnost měnového rizika vyplývá ze skutečnosti, že měny podléhají vlivu centrálních bank příslušných zemí. Centrální banky často intervnují na finančních trzích, s cílem udržet kursy měn na příslušné úrovni – mohou to provádět pomocí politiky měnových pásem či pevných kursů v návaznosti na měnu jiné země.

Ochrana proti měnovému riziku

Pokud jsou všechny naše příjmy a výdaje v jedné měně, na toto riziko můžeme téměř zapomenout. Pokud dovážíme zboží za eura a prodáváme je za koruny, jsme vystaveni velmi silnému riziku.

Měnové riziko je velmi úzce spjato s rizikem inflace. Jestli například koruna vykazuje během několika let výrazně vyšší inflaci než dolar, musí dolarový investor brát v úvahu zvýšené riziko znehodnocení korunových investic vůči dolaru.

Riziko úrokových měr a neinvestiční riziko

Úroková míra je cena. Udává, kolik stojí půjčení peněz na určitou dobu. Tudíž se v principu neliší od ostatních tržních cen – od kursů akcií, obligací nebo komodit. Přesto jsou úrokové sazby poměrně specifickou záležitostí, a to z několika důvodů.

Především významně ovlivňují veškeré dění na finančních a kapitálových trzích. Všichni účastníci finančního světa musí věnovat velkou pozornost úrokovým mírám.

Cena peněžních úvěrů je základní mírou, se kterou se porovnávají výnosy všech investic – malá změna úrokové sazby má významný dopad na současnou hodnotu budoucích příjmů z cenných papírů (z dividend nebo splátek kupónů). Možnost změny výše úrokové sazby je stejným typem rizika jako inflace.

⇒ pokud se úrokové míry zvyšují, ceny akcií a dluhopisů klesají

Ochrana proti úrokovému riziku

- ❖ *Diverzifikace portfolia = jedná se o rozmístění portfolia do různých vkladů s různou dobou splatnosti*

Riziko likvidity

Mezi rizika, která mohou někdy – nikoli vždy – přispět k nadprůměrným výnosům, patří riziko likvidity. Spočívá v tom, že málo likvidní investice může být po jistou dobu obtížně zpeněžitelná. Akcioví i dluhopisoví investoři na tzv. úzkých trzích, kde je dosahováno nízkých objemů obchodování, tento problém dobře znají.

✚ *Úzký trh = malý počet nabídek a poptávek, malý počet obchodů, nízká likvidita, vysoká volatilita cen, vysoké riziko*

Mezi typické málo likvidní investice patří např. nemovitosti či rozličné předměty sběratelského zájmu. Mezi laiky je rozšířen názor, že investice do uměleckých předmětů jsou receptem na jednoduché zbohatnutí, který je ovšem vyhrazen pouze pro ty, kteří již zbohatli jiným způsobem, protože kdyby tomu tak bylo ve skutečnosti, bylo by málo důvodů, proč investovat do akcií, obligací, a podobných instrumentů. Umělecký vkus a móda se totiž s časem mění: umělecká hodnota například van Goghových Slunečnic je trvalá, avšak totéž neplatí pro jejich tržní cenu. Jinými slovy by se dalo říci – výnosy z nelikvidních investic jsou obrácenou funkcí vzácnosti těchto investic: čím je předmět vzácnější, tím méně je obchodovaný. Avšak obchodníci s uměleckými předměty tento názor vyvracejí. Pro aukční síně a znalce umění je lukrativnější věnovat pozornost plodným autorům (Picasso, Dalí, ...), než jejich méně produktivnějším kolegům. Proto neplatí, že co je vzácné, je současně velmi cenné. Nutná je existence poptávky.

Pokud vezmeme v úvahu nelikvidní akcie, pak stačí malé zvýšení poptávky, aby vyneslo jejich cenu velmi vysoko. A je tomu také naopak: stačí malé zvýšení nabídky, a jejich cena prudce poklesne.

Výnosy z různých typů investic⁷

INVESTICE	PRŮM.VÝNOS 1968 - 79 (%)	PRŮM.VÝNOS 1980 - 89 (%)
Zlato	19,4	2,8
Stříbro	13,7	-4,6
Mince	12,7	12,9
Staří mistři	12,5	9,6
Diamanty	11,8	8,3
Zemědělská půda	11,3	-0,5
Rodinné domky	9,6	5,5

⁷ Zdroj: Salomon Brothers

Podnikové obligace	5,8	10,9
Akcie	3,1	17
Inflace	6,5	5,7

Tabulka tedy vyvrací názor, že investice do umění jsou nesrovnatelně výnosnější než tradiční typy investic. Navzdory tomuto – například investice do sběratelských mincí poskytovaly během sledovaného období konzistentnější výkon než například akcie. Jsou tu ovšem další faktory – v tabulce se nedočteme nic o transakčních nákladech. Obchodníci se sběratelskými předměty si často účtují velice vysoké provize, zcela nesrovnatelné s provizemi makléřských firem obchodujících s cennými papíry.

Riziko akcií se nejčastěji vyjadřuje pomocí již zmíněné volatility. Některé málokdy obchodované akcie vykazují zdánlivě velmi nízkou volatilitu a jsou proto opticky bezpečnější. Jedná se však pouze o zdání nižšího rizika – riziko se totiž u těchto akcií přemísťuje z volatility do rizika nízké likvidity. Tuto skutečnost musíme vzít v úvahu a nehodnotit akciové riziko pouze na základě historických časových řad.

Riziko lidského faktoru

Ze všech rizik ve finančním světě je riziko lidského faktoru nejnevypočitatelnější. Je zejména nebezpečné tím, že se projevuje v různých podobách. Již mnoho firem doplatilo na ledabylost, zapomnětlivost či neznalost svých obchodníků a manažerů. Na své zaměstnance bychom měli mít sto procentní spolehnutí, protože jedním jediným podvodem, tímto člověkem způsobeným, přijdeme o veškeré jmění.

Uvedla bych příklad selhání člověka, díky němuž se jistá firma ocitla na pokraji bytí a nebytí:⁸

John Gutfreund, bývalý ředitel americké investiční banky Salomon Brother (nyní Salomon Smith Barney), si v 80. letech získal přezdívku „Král Wall Street“. Bance se pod jeho vedením dařilo skvěle. Zdálo se, že nic nemůže ohrozit Gutfreundovu skvělou kariéru.

V únoru 1991 však jeden z obchodníků u Salomon Brother několikrát porušil, které platí při aukcích amerických státních pokladničních poukázek. Nešlo zdánlivě o nic podstatného: nikdo nebyl okraden, nikdo se nezaslouženě neobohatil. Nicméně FED ohlásil bance Salomon Brother porušení aukčních pravidel a očekával od ní nápravu. Nedočkal se: ačkoli vedení o celé záležitosti vědělo, nedokázalo zareagovat. Management banky, v čele s Johnem Gutfreudem, selhal. Salomon Brother nedokázala během řady měsíců navázat s FEDEM kontakt, který by mohl celou záležitost snadno vyřešit.

V srpnu 1991 došla Geraldovi Corriganovi pozastavením licence, což by způsobilo Salomon, guvernérovi newyorské pobočky FEDU, trpělivost a pohrozil částečným Brother velmi těžké škody. Situaci se naštěstí podařilo zvládnout. Gutfreund byl však nucen okamžitě rezignovat a banka dostala zcela nové vedení. Stojí za zdůraznění, že Gutfreund byl zbaven své funkce, a to bez jakékoli finanční náhrady. Soudil se sice o mnohamilionové odstupné, nedostal ale ani cent a ještě musel zaplatit pokutu ve výši 100 000 \$.

⁸ Pavel Kohout, Martin Hlušek: Peníze – Výnosy a rizika

Riziko konfliktu zájmů

Z hlediska klienta je důležité, že příznaky konfliktu zájmů lze obvykle včas identifikovat a potenciálně nebezpečným firmám je možné se vyhnout.

Systémové riziko

Je to nebezpečí, že z nějakého důvodu nastane kolaps systému (např. systém vypořádání obchodů v rámci firmy, systém obchodování na burze cenných papírů či ekonomický a finanční systém celé země). Toto riziko má hodně příčin, ovšem nelze je nijak měřit, nanejvýš lze studovat mechanismy, které v průběhu let vedly k různým krizím a krachům.

Velká deprese v první polovině 30. let 20. století, která započala krachem na newyorské burze, je velice příkladnou krizí, kterou odborníci analyzovali do nejdrobnějších detailů, aby se jí do budoucna všechny systémy vyhnuly.

Stručně řečeno se stalo to, že akcie na newyorské burze zaznamenaly prudký pokles, který začal v říjnu 1929, pokračoval až do července roku 1932. Průměrná cena akcií poklesla zhruba na šestinu původní hodnoty z roku 1929. Tento pád akcií doprovázela výrazná hospodářská krize: HDP americké ekonomiky poklesl mezi lety 1929-32 o třicet procent, nezaměstnanost byla obrovská – během let 1932-5 nepoklesla pod dvacet procent, přičemž v některých průmyslových oblastech byla až 80%. Počet bankrotů byl nesmírný. Krize se přelila téměř do celého světa (mj. vytvořila podmínky pro nástup Hitlera k moci).

Ekonomové a politikové tehdejší doby byli naprosto zmateni a dezorientováni. Dodnes ekonomové vedou spory ohledně vysvětlení mechanismu Velké deprese.

Systémové riziko je ze všech typů rizika zřejmě nejhůře analyzovatelné (ani po tak dlouhé době nelze najít všeobecně přijatelné vysvětlení Velké deprese).

Praktický investor by měl mít na paměti, že možnost spolehlivě předpovídat významná systémová rizika je iluzí. Jediným řešením je dostatečná diverzifikace investic v rámci různých typů cenných papírů, různých měn, průmyslových sektorů a zemí. Nikdy totiž nezkrachuje celý svět najednou – a pokud se tak stane, pak nás již nemusí hodnota našeho portfolia příliš zajímat.

Riziko inflace

Za dob Velké říjnové socialistické revoluce, začátku vzestupu komunismu, její představitel V.I. Lenin tvrdil, že ke zničení kapitalismu stačí zničit měnu. Skutečně se touto zásadou řídil: tiskl nadměrné množství bezcenných rublů, a účinně tím zlikvidoval ruskou „buržoazní“ třídu. Podobně tomu bylo i v Německu ve stejnou dobu: to bylo sužováno obrovským vnitřním zadlužením, jelikož během 1. světové války německá vláda vydávala velké množství dluhopisů s tím, že po vítězství budou splaceny z válečných reparací. Reparace ovšem muselo platit samo Německo; nastala hyperinflace, kdy se tisklo podobně jako v Rusku nadměrné množství bankovek, jejímž účelem bylo znehodnotit válečné obligace a ulevit tak těžce napnutému státnímu rozpočtu. Nakonec byla zavedena nová, zlatem krytá marka, a inflace naráz ustala.

Ovšem i v podmínkách demokratických stabilních zemí s tržním hospodářstvím představuje inflace hrozbu, možná ne pro demokracii, ale zcela určitě pro naši peněženku. Inflace představuje riziko i pro ty nejodolnější instrumenty zaručené státem, vyjímaje úzkou třídu

některých obligací, vydávaných ve Velké Británii, Austrálii a Dánsku, jejichž výnos je indexován v závislosti na inflaci.

Růst cen samozřejmě není stejný pro všechny třídy zboží: některé se zdražují rychleji a jiné pomaleji. Jako příklad uvedu cenu jedné diskety: zatímco v roce 1989 byla cena jedné diskety ekvivalentní ceně 75 litrům mléka, o pár let později již stála tolik, co jeden litr mléka. Inflace se vyskytuje všude a pro všechny třídy zboží.

Systematické riziko

Veličina, která udává, jak se budou akcie systematicky chovat v závislosti na chování trhu, je vlastně vyjádřením systematického rizika. Nazvěme tuto veličinu koeficient beta (β). Beta je mírou rizika, které nelze odstranit diverzifikací. Zbývající (diverzifikovatelné, nesystematické) riziko lze bez problémů odstranit, a tudíž je zbytečné ho podstupovat. Nepřispívá proto nijak k očekávaným výnosům, jde pouze o neužitečný hazard. Platí vztah:

$$ER_i = RFR + (R_M - RFR) \cdot \beta_i$$

kde

ER_i ... očekávaný výnos i -tého aktiva

RFR ... očekávaný výnos bezrizikové investice

R_M ... očekávaný výnos tržního portfolia (indexu)

β_i ... koeficient beta i -tého cenného papíru

Vidíme, že oním rizikem, kterým platíme za výnosy, je právě koeficient beta. Avšak pouze systematické riziko (vyjádřené koeficientem beta) není jedinou důležitou měrou rizika: nesmíme opomenout celkové riziko, vyjádřené volatilitou, protože na úrovni portfolia na volatilitě záleží docela závažnou měrou.

Právní riziko

Právní riziko je riziko možné ztráty investice v důsledku právní neproveditelnosti kontraktu.

PŘÍKLAD⁹:

Dluhopis EU má nominální hodnotu 1000 €. Nominální úroková sazba činí 8%. Umořovací hodnota (hodnota jistiny při splatnosti) se rovná nominální hodnotě. Splátost je 3 roky a aktuální úrok je 10%, kurz dluhopisu je 101%.

Stanovíme vnitřní hodnotu dluhopisu a zvolíme strategii jeho nákupu či prodeje. Pro výpočet použijeme vztah:

$$VH = C_1/(1+r) + C_2/(1+r)^2 + \dots + (C_t+NH)/(1+r)^t$$

⁹ Jiří Polák a kolektiv: Kapitálové trhy – Sběrka řešených příkladů (VŠB – Technická univerzita Ostrava)

kde:

C_t ... kupónová platba v t -tém roce

r ... výnosová míra (aktuální rok)

NH ... nominální hodnota

VH ... vnitřní hodnota

Nejprve vypočítáme roční úrok (C):

$$C = 1000 \cdot 0,08 = 80 \text{ €}$$

Nyní můžeme vypočítat vnitřní hodnotu dluhopisu:

$$VH = 80/(1+0,1) + 80/(1+0,1)^2 + (80+1000)/(1+0,1)^3 = 950,26 \text{ €}$$

Závěr: Vnitřní hodnota dluhopisu EU je 950,26 €. Protože tržní hodnota je vyšší (1010 €), je dluhopis nadhodnocen a v případě držby je vhodné ho prodat, v opačném případě je vhodné počkat s nákupem

Závěr

Standardní investiční teorie předpokládají, že účastníci trhu se vždy chovají racionálně. To znamená, že vždy dávají přednost vyšším výnosům před nižšími, nižšímu riziku před vyšším. Každý se přirozeně chce jakémukoli riziku vyhnout úplně a maximalizovat své výnosy. Proto by se každý praktický investor měl před investicí držet zásad předcházení rizika.

Zdroje

Pavel Kohout, Martin Hlušek: Peníze – Výnosy a rizika, Příručka investiční strategie

David Fuchs: Finanční trhy, Distanční studijní opora (Masarykova univerzita - Ekonomicko-správní fakulta)

Jiří Polách a kolektiv: Kapitálové trhy – Sbírnka řešených příkladů (Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava)

Boris Štunc, Lenka Míčková, Miroslav Gajzler: Vybrané problémy finančního trhu (Masarykova univerzita – Ekonomicko-správní fakulta)

Vladislav Pavlát a kolektiv: Kapitálové trhy

www.moody's.com

www.ing.com

www.smartmoney.com

www.patria.cz

www.penize.cz

www.worldbank.org