

MASARYKOVA UNIVERZITA
EKONOMICKO-SPRÁVNÍ FAKULTA

Základy financí

Distanční studijní podpora

Kolektiv autorů

Brno 2012

Autorský kolektiv:

Ing. Miroslav Sponer, Ph.D. – kap. 1, 6, 7, 8, 9
vedoucí autorského kolektivu

Ing. Dagmar Linnertová – kap. 3, 4, 5, 10

Ing. Petr Málek – kap. 3, 4, 5, 10

Ing. Peter Mokrička – kap. 11

Ing. Gabriela Oškrdalová – kap. 2, 6

Ing. Miroslava Šikulová – kap. 1, 12

© Masarykova univerzita, 2012

OBSAH

ÚVOD	5
1 ÚVOD DO FINANČÍ	6
1.1 Historie peněz	6
1.2 Základní funkce peněz	7
1.3 Formy peněz	8
1.4 Základní sektory financí	8
2 FINANČNÍ TRHY	11
2.1 Finanční systém a finanční trhy.....	11
2.2 Finanční trh a jeho členění	13
2.3 Investiční instrumenty a magický trojúhelník investování	14
2.4 Cenné papíry	15
3 BANKY A BANKOVNÍ SYSTÉMY	18
3.1 Klasifikace bankovních systémů	18
3.2 Legislativní úprava bankovníctví	20
3.3 Centrální banka a její funkce	20
3.4 Typy bank a jejich činnost	22
3.5 Obchodní bankovníctví	23
4 OSTATNÍ FINANČNÍ ZPROSTŘEDKOVATELÉ A SUBJEKTY PŮSOBÍCÍ NA FINANČNÍM TRHU	25
4.1 Subjekty kolektivního investování	25
4.2 Obchodníci s cennými papíry	27
4.3 Pojišťovny	27
4.4 Penzijní fondy	30
5 ČASOVÁ HODNOTA PENĚŽ	33
5.1 Úrokové míry v ekonomice	33
5.2 Jednoduché úročení	35
5.3 Složené úročení	36
5.4 Současná a budoucí hodnota anuity	36
6 OSOBNÍ FINANCE A INVESTIČNÍ MOŽNOSTI	40
6.1 Vymezení osobních financí	40
6.2 Fáze osobních financí podle věku	41
6.3 Osobní finanční plánování	41
6.4 Investování, investiční strategie a možnosti	42
6.5 Investiční instrumenty a riziko	42
6.6 Základní investiční zásady, pravidla a doporučení	43
7 PODNIKOVÉ FINANCE	46
7.1 Cíle a principy podnikových financí	46

7.2 Finanční řízení podniku	47
7.3 Majetková a finanční struktura podniku.....	49
7.4 Optimalizace finanční struktury podniku	51
8 MEZINÁRODNÍ FINANCE	55
8.1 Cíle a principy mezinárodních financí	55
8.2 Platební bilance.....	56
8.3 Devizové kurzy a jejich determinanty	60
8.4 Systémy devizového kurzu	63
9 MEZINÁRODNÍ MĚNOVÝ SYSTÉM.....	69
9.1 Vznik a vývoj mezinárodního měnového systému	69
9.2 Bretton-woodský měnový systém	70
9.3 Vznik a fungování mezinárodních měnových a finančních institucí.....	71
9.4 Formování a význam Hospodářské a měnové unie.....	75
10 EKONOMICKÉ A FINANČNÍ INDIKÁTORY A INFORMACE	77
10.1 Význam ekonomických a finančních indikátorů	77
10.2 Inflace.....	80
10.3 Burzovní informace	83
10.4 Úrokové sazby České národní banky	85
11 VÝVOJ FINANČNÍHO MYŠLENÍ A OSOBNOSTI FINANCÍ.....	88
11.1 Vývoj moderních financí	88
11.2 Nositelé Nobelovy ceny v oblasti financí.....	89
11.3 Další významné osobnosti financí.....	93
12 AKTUÁLNÍ FINANČNÍ TRENDY	97
12.1 Globální „megatrendy“	97
12.2 Trendy v oblasti financí	97
12.3 Finanční krize	98
SEZNAM LITERATURY.....	100

ÚVOD

Vážení,

vítejte při studiu předmětu Základy financí. Aktualizovanou distanční studijní oporu, kterou právě začínáte číst, jsme pojali jako úvodní seznámení s problematikou financí a finančních institucí. Primárně je určena pro studenty kombinovaného studia předmětu „Základy financí“ nabízeného všem oborům a specializacím na Ekonomicko-správní fakultě Masarykovy univerzity. Můžeme ji však doporučit každému, kdo se o problematiku financí zajímá.

Cílem předmětu i tohoto textu je seznámit Vás s obecnými základy a principy financí. Při jeho studiu získáte přehled o fungování, organizaci, subjektech a aktuálním vývoji finančních trhů, základních souvislostech osobních, podnikových a mezinárodních financí, včetně zdrojů, ze kterých můžete čerpat informace finančního charakteru. Seznámíte se s vývojem financí, jejich současnými problémy a trendy, s makroekonomickými a finančními indikátory a jejich vlivem na národní a mezinárodní finanční trhy. Pochopíte význam finančních informací v současném světě. Důraz jsme se přitom snažili klást nejen na osvojení základní teorie, ale také na získání praktických poznatků a dovedností, které budete moci využít ve Vašem profesním i osobním životě, a které budete v rámci studia dále rozvíjet v navazujících specializovaných předmětech.

Text jsme rozdělili do dvanácti kapitol. Nejprve Vás seznámíme s vývojem finančního systému, fungováním finančních trhů a subjekty, které se na nich střetávají. Dále Vám vysvětlíme časovou hodnotu peněz a základy finanční matematiky. Následující kapitoly věnujeme jednotlivým oblastem financí, tj. financím osobním, podnikovým a mezinárodním. Jde nám především o seznámení se základními principy, cíli a fungováním těchto dílčích oblastí financí. V textu se zaměříme i na základní makroekonomické a finanční ukazatele a indikátory a jejich působení nejen na finanční trhy, ale i celou ekonomiku. To Vám může pomoci lépe se orientovat při získávání finančních informací a v práci s nimi. V neposlední řadě se seznámíte s historickým vývojem financí, jejich významnými osobnostmi a aktuálními finančními trendy.

Věříme, že Vám tento text poskytne základní přehled o principech a fungování financí, na který budete moci navázat a dále rozvíjet ve specializovaných předmětech.

Přejeme Vám úspěšný vstup do světa financí.

V Brně, duben 2012

autoři

1 ÚVOD DO FINANČÍ

Cíl kapitoly

Cílem této kapitoly je seznámit čtenáře s definicí financí a peněz, historií platebních prostředků, jejich funkcemi a formami. V závěru kapitoly uvádíme členění financí na jednotlivé oblasti financí, na které navážeme v dalších kapitolách.

Časová zátěž

Tuto kapitolu doporučujeme studovat v prvním týdnu semestru v celkovém rozsahu 8 hodin.

Mnozí z nás si pod slovem *finance* představí jednoduše peníze, což odpovídá definici v Bankovním a finančním slovníku, kde finance představují kapitál v peněžní formě, fondy půjčované nebo vypůjčované prostřednictvím finančních trhů nebo institucí. V běžném použití označují finance peněžní prostředky podniků, organizací, bank a státu¹.

Finance jsou speciální částí mikroekonomie zabývající se chováním finančních trhů a oceňováním obchodovaných finančních instrumentů.² Finance jsou úzce spjaty s penězi čili platebními prostředky.

Za *peníze* v tom nejjobecnějším vymezení lze teoreticky považovat jakékoli aktivum, které je všeobecně (tedy všemi subjekty dané společnosti) přijímáno při placení za zboží a služby nebo při úhradě dluhu.³

1.1 Historie peněz⁴

Dlouhý čas obchodovali lidé pouze se zbožím. Vyměňovali si potraviny, dobytek a spotřební předměty, což nazýváme *naturální směna* neboli *barterové obchody*. S rozšiřováním druhů zboží se určitý druh vyčlenil a lidé jej začali používat jako tzv. *plnohodnotné peníze* neboli *komoditní peníze*, např. šperky, kožešiny, čaj, koření či plátno.

Postupem času se nejvhodnější formou plnohodnotných peněz ukázaly drahé kovy jako zlato a stříbro, neboť se dají snadno dělit a znovu slévat, dělením neztrácejí svou hodnotu, nekazí se, neopotřebovávají se a v porovnání s malou váhou mají velkou kupní sílu (kupní síla je množství zboží a služeb, které je možné při daných cenách získat za určité množství peněz).

První *mince* byly zavedeny kolem roku 650 př. n. l. v Malé Asii, později je převzali Řekové a Římané. Původně se mince vyráběly takřka výhradně jen ze zlata, stříbra, mědi a bronzu. V průběhu času se však čím dál častěji stávalo, že se podíl zlata a stříbra v mincích snižoval a přimíchávaly se méněcenné kovy. Přesto však tehdejší mince nebyly příliš praktické – byly těžké a tudíž obtížně přenositelné.

Vznikly tedy *papírové peníze* – bankovky. Na počátku své existence byly papírové peníze určitým druhem potvrzení, že mohou být u emisní banky⁵ (banky, která je vydala) kdykoliv

¹ Bankovní a finanční slovník, 1993, s. 51; citováno z MUSÍLEK, P. *Finanční trhy a investiční bankovníctví*. Praha: ETC Publishing, 1999, s. 12.

² MUSÍLEK, P. *Finanční trhy a investiční bankovníctví*. Praha: ETC Publishing, 1999, s. 13.

³ REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 1996, s. 22.

⁴ upraveno podle SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno: Masarykova univerzita, 2009, s. 6-7.

⁵ Slovo banka pochází z italského „banco“, které znamená lavice či stůl. Právě na lavici byly prováděny operace s penězi.

vyměněny za mince. Banky tedy musely držet potřebné množství mincí, později již jen potřebné množství drahých kovů (nejčastěji zlata a stříbra).

Bankéři brzy přišli na to, že mohou vydávat více těchto potvrzení neboli poukázek na drahý kov, aniž by měli dostatečné množství drahého kovu. Půjčovali tak peníze svým klientům a tím si zvyšovali vlastní zisk. Předpokládali totiž, že všichni vkladatelé si nepřijdou v jeden okamžik vybrat veškeré své úspory. Tyto nové poukázky již nebyly kryté drahými kovy, takže byly tzv. **neplnohodnotné peníze**. Nadměrné vydávání poukázek však vedlo k poklesu jejich kupní síly, a protože nebylo možné rozeznat kryté poukázky od nekrytých, měli jejich držitelé strach, zda banka bude schopna dostát svým závazkům. Tyto obavy někdy vedly až k hromadným požadavkům na výměnu poukázek zpět za drahý kov, na kterou však banka neměla dostatečné zásoby drahého kovu a skončila krachem.

V 19. století většina průmyslových zemí zavedla tzv. **zlatý standard** (krytí měny zlatem), který nahradil do té doby široce rozšířený stříbrný standard. Hodnota peněz byla tedy pevným poměrem navázána ke zlatu, a protože byly takto navázány různé měny, bylo možné určitému obnosu v jedné měně přisoudit určitý obnos peněz v měně jiné, tzv. **směnný kurz**. Kupříkladu v roce 1914 představovala jedna trojská unce⁶ zlata v New Yorku 20 dolarů a ve Velké Británii 5 liber, z čeho vyšel směnný kurz 20 USD : 5 GBP, tedy 4 dolary za jednu libru (dále viz kapitoly 8 a 9).

1.2 Základní funkce peněz⁷

Peníze plní tři **základní funkce**:

- Prostředek směny
- Zúčtovací jednotka
- Uchovatel hodnoty

Jednou z důležitých funkcí peněz je jejich služba jako všeobecný prostředek směny neboli **platební prostředek**. Chceme-li prodat výrobek A a koupit výrobek B, nemusíme hledat někoho jiného, kdo bude ochoten od nás koupit výrobek A a prodat nám výrobek B. Jednoduše prodáme náš výrobek a utržíme za něj peníze, jež použijeme na koupi čokoliv, co chceme. Díky penězům se tak směna podstatně zjednoduší.

Další významnou vlastností peněz je, že zásadně usnadňují ekonomickou kalkulaci. V penězích lze ocenit nejen různé výrobky a služby, ale i lidskou práci či třeba kapitálové vybavení. Peníze tedy fungují jako **zúčtovací jednotka**, takže můžeme porovnávat vzácnost různých statků. Podniky mohou zjistit co, z čeho, v jakém množství a v jaké kvalitě vyrábět a hlavně, zda budou svůj produkt schopni se ziskem prodat. Lidé mohou díky ceně jednoduše zjistit, které zboží je pro ně výhodnější, podle ceny práce, tedy platu se rozhodují, kde nebo jestli pracovat.

Třetí důležitou vlastností peněz je schopnost uchovávat svou hodnotu pro použití v budoucích nákupech. Není tedy třeba, aby se jak prodej, tak i nákup odehrál v jednom okamžiku. Peníze tedy slouží jako **uchovatel hodnoty**. Tím, že si peníze ponecháme doma jako úspory, získáme vysokou likviditu⁸, tedy možnost jejich okamžitého použití. Kupní síla peněz však není stabilní. Záleží na cenové hladině: pokud cenová hladina roste, dochází k poklesu kupní síly peněz a funkce uchovatele hodnot není zcela naplněna. Vedle peněz existují i jiné prostředky,

⁶ Trojská unce představuje 31,1034807 gramů.

⁷ upraveno podle SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno: Masarykova univerzita, 2009, s. 8.

⁸ Likvidita je schopnost získat prostředky na úhradu svých závazků, a to přeměnou jednotlivých složek svého majetku na hotovost.

které tuto funkci plní lépe, např. šperky, obrazy nebo pozemky. Ty však není tak jednoduché směnit za námi požadovaný statek. Další možností je uložení finančních prostředků u některé finanční instituce (nejčastěji v bance) a získání úroku z vložených peněz.

1.3 Formy peněz

Rozlišujeme tyto formy:

- hotovostní peníze
- bezhotovostní peníze

Hotovostní peníze se také nazývají **oběživo** a dělí se na mince a papírové bankovky. V České republice má právo vydávat (emitovat) hotovostní peníze pouze Česká národní banka, to znamená, že má tzv. emisní monopol. Koruna česká je označena v české legislativě za zákonné platidlo, které musí subjekty na trhu povinně přijímat.

Bezhotovostním penězům se také říká **depozita**. Jsou to peněžní prostředky uložené na účtech u bank a jiných finančních institucí, které lze více či méně rychle proměnit v hotovostní peníze. Existují různé druhy depozit, které můžeme rozlišit právě podle likvidity, tedy obtížnosti převodu na hotovost (prostředky na běžném účtu mají vyšší likviditu než na účtu termínovaném).

Oběživo a bezhotovostní peníze tvoří **peněžní zásobu**, z nichž většinu dnes tvoří právě bezhotovostní peníze.

1.4 Základní sektory financí

Finance můžeme členit na čtyři základní sektory:

- podnikové finance
- osobní finance
- veřejné finance
- mezinárodní finance

Podnikové finance se zabývají pohybem peněžních prostředků, podnikového kapitálu a finančních zdrojů, při nichž se podnik dostává do různorodých peněžních vztahů s ostatními podnikatelskými subjekty, zaměstnanci a státem.

Hlavním cílem podnikových financí je v současné době snaha o maximalizaci tržní hodnoty podniku, což v podmínkách akciové společnosti představuje maximalizaci tržní ceny akcií. Cílem všech podniků je tedy snaha o jejich dlouhodobou existenci a zajištění dlouhodobého rozvoje podniku, resp. snaha o dlouhodobou prosperitu podniku.⁹

Osobní finance se zabývají pohybem peněz, majetku a zdrojů jeho financování na úrovni každého jednotlivce, resp. jeho rodiny. Podobně jako podniky, i jednotlivci se dostávají do různorodých peněžních vztahů s ostatními jednotlivci, zaměstnavateli, různými podnikatelskými subjekty a státem.

Hlavním cílem osobních financí pak je, podobně jako u financí podnikových, snaha o maximalizaci tržní hodnoty osobního majetku. Cílem každého jednotlivce je snaha o jeho dlouhodobou prosperitu a zajištění dlouhodobě vysoké (zvyšující se) životní úrovně.

⁹ SPONER, M. *Firemní finance*. Brno: Masarykova univerzita, 2012.

Veřejné finance se zabývají finančními vztahy a operacemi v rámci ekonomického systému mezi orgány a institucemi veřejné správy na straně jedné a ostatními subjekty na straně druhé (tj. občany, domácnostmi, firmami, neziskovými organizacemi apod.).

Cílem veřejných financí je zabezpečení (tedy produkce a poskytování) veřejných služeb a statků, financování různých sociálních výdajů a stimulace občanů, podniků a organizací k určitému chování (např. k ekologickému chování) prostřednictvím dotací, pokut či daní.¹⁰

Mezinárodní finance je možné chápat jako systém peněžních (zejména měnových a úvěrových) vztahů, jejichž prostřednictvím dochází k pohybu peněz v mezinárodním měřítku (mezi domácími a zahraničními subjekty a mezi zahraničními subjekty navzájem).

K základním funkcím mezinárodních financí patří úkol vytvořit měnové, úvěrové, platební a jiné finanční podmínky k plynulému rozvoji mezinárodní spolupráce, zejména v oblasti mezinárodního obchodu a investování.

Samozřejmě platí, že jak podniky, tak soukromí investoři se snaží o dosažení svých cílů i v mezinárodním měřítku, tzn. právě prostřednictvím mezinárodního obchodu a investování, resp. prostřednictvím mezinárodních financí.¹¹

Shrnutí kapitoly

Finance jsou částí mikroekonomie zabývající se chováním finančních trhů a oceňováním finančních instrumentů. Finance jsou úzce spjaty s penězi čili platebními prostředky. Za peníze lze považovat jakékoli aktivum, které je všeobecně přijímáno při placení za zboží a služby nebo při úhradě dluhu. Než vznikly peníze, probíhaly barterové obchody (naturální směna). Vyčleněním určitého druhu zboží vznikly komoditní peníze, které byly historicky následované papírovými penězi a neplnohodnotnými penězi. Peníze plní funkce prostředku směny, zúčtovací jednotky a uchovatele hodnoty. V současnosti existují hotovostní peníze (oběživo) a bezhotovostní peníze (depozita).

Finance členíme do čtyř základních sektorů, a to podnikové, osobní, veřejné a mezinárodní.

Otázky k zamyšlení

1. Vysvětlete pojmy finance a peníze.
2. Vysvětlete rozdíl mezi plnohodnotnými a neplnohodnotnými penězi.
3. Vyjmenujte a popište funkce peněz.
4. Vyjmenujte a vysvětlete formy peněz.
5. Definujte jednotlivé oblasti financí a cíle, kterých se v rámci nich snažíme dosáhnout.

Pojmy k zapamatování

- naturální směna
- barterové obchody
- plnohodnotné peníze
- neplnohodnotné peníze
- komoditní peníze
- papírové peníze

¹⁰ Veřejné ekonomii a veřejným financím se v této publikaci věnovat nebudeme. Více viz např. HAMERNÍKOVÁ, B. a kol. *Veřejné finance*. 3. vyd. Praha: ASPI, 2007; či ŠELEŠOVSKÝ, J. *Veřejné finance v ČR a EU*. Brno: Masarykova univerzita, 2005.

¹¹ SPONER, M. *Mezinárodní finance*. Brno: Masarykova univerzita, 2012.

- hotovostní peníze
- bezhotovostní peníze
- oběživo
- depozita
- peněžní zásoba

2 FINANČNÍ TRHY

Cíl kapitoly

Cílem této kapitoly je seznámit studenty s finančními systémy a finančními trhy, způsoby financování a finančními zprostředkovateli, tzv. magickým trojúhelníkem investování a cennými papíry.

Časová zátěž

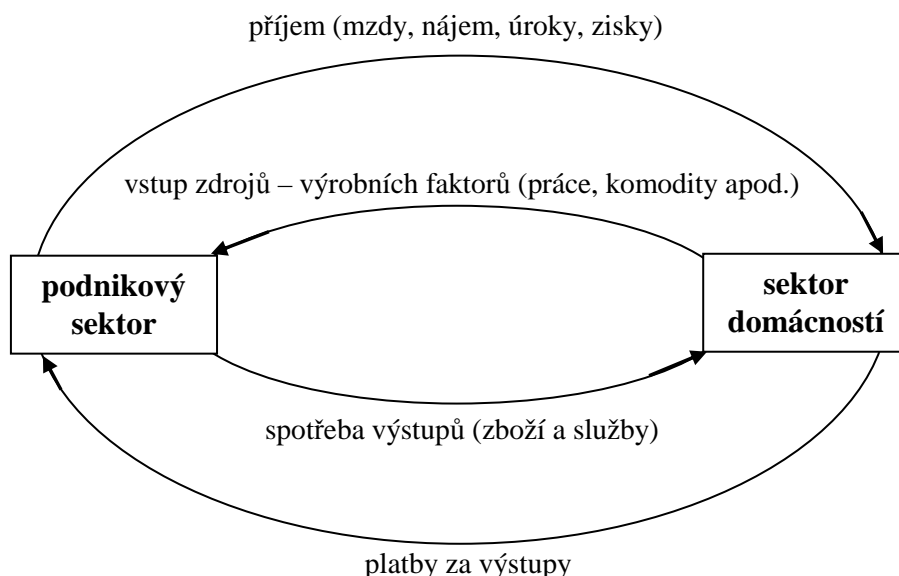
Tuto kapitolu doporučujeme studovat v druhém týdnu semestru v celkovém rozsahu 8 hodin.

2.1 Finanční systém a finanční trhy

Finanční systém je součástí systému ekonomického, jehož fungování a význam je možné vysvětlit pomocí zjednodušeného modelu¹², který je znázorněn na obrázku 1. Pro zjednodušení budeme předpokládat, že:

- v ekonomice existují pouze dva sektory, a to sektor domácností a sektor podnikový,
- domácnosti jsou výhradními vlastníky všech výrobních faktorů, které nabízejí podnikům,
- podniky pomocí výrobních faktorů domácností vyrábí zboží a služby, které nakupují a spotřebovávají domácnosti,
- ekonomika je ekonomikou uzavřenou a
- v ekonomice neexistuje vládní sektor.

Obrázek 1: Model ekonomického systému



Zdroj: JÍLEK, Josef. Finanční trhy. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1997, str. 16; upraveno autory

¹² JÍLEK, Josef. Finanční trhy. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1997, str. 15 – 17.

Na obrázku jsou znázorněny dva toky – tok reálný představovaný vnitřní smyčkou a reprezentující reálnou ekonomiku a tok peněžní představovaný vnější smyčkou a reprezentující finanční systém.

Domácnosti a podniky se nesetkávají pouze na trhu výrobních faktorů a zboží a služeb, ale rovněž na trhu finančním, na kterém mohou oba sektory, jak domácnosti tak i podniky, vystupovat jak na straně nabídky tak i poptávky. Na straně nabídky totiž vystupují tzv. finančně přebytkové subjekty ekonomického systému, které mají přebytek volných finančních prostředků. Na straně poptávky vystupují tzv. finančně deficitní subjekty, které v daném okamžiku pocítují nedostatek volných finančních prostředků. Tím jsme se dostali k hlavnímu úkolu finančního trhu v tržní ekonomice, kterým je přesun dočasně volných finančních prostředků od přebytkových subjektů ekonomiky k subjektům deficitním.¹³ V tržní ekonomice plní finanční trhy mnoho funkcí, z nichž můžeme zmínit např. funkci shromažďovací, depozitní, alokační, likviditní, cenotvornou, funkci uchovatele hodnoty a snížení rizika.¹⁴ Finanční systém je tak dnes považován za neodmyslitelnou součást vyspělých ekonomických systémů.

Účastníky finančního systému je možné obecně rozdělit do následujících čtyř skupin:¹⁵

- deficitní subjekty – subjekty, které poptávají na finančním trhu finanční prostředky k pokrytí svých běžných výdajů či investic,
- přebytkové subjekty – subjekty, které nabízejí na finančním trhu své dočasně volné finanční prostředky,
- finanční zprostředkovatelé – jejich úkolem je napomoci přesunu dočasně volných finančních prostředků od přebytkových subjektů k deficitním,
- orgány ochrany a regulace finančního trhu – podstata a charakter finančních trhů jakož i zkušenosti z jejich fungování si vynutily vznik institucí regulace a dohledu, jejichž cílem je zajištění stability finančních trhů, jejich transparentnosti, důvěryhodnosti a ochrany investorů.

Primárním úkolem finančního systému je, jak již bylo uvedeno, alokovat dočasně volné finanční prostředky od přebytkových subjektů ekonomiky k subjektům deficitním. Přesun finančních prostředků může přitom proběhnout buď s účastí finančních zprostředkovatelů nebo bez nich.

V případě přímé alokace finančních zdrojů dochází k přesunu dočasně volných finančních prostředků od přebytkového subjektu přímo k subjektu deficitnímu bez účasti finančního zprostředkovatele. Na první pohled se tento způsob financování sice může zdát jako velmi jednoduchý a efektivní, nicméně v reálném životě je tento způsob financování spojen zpravidla s vysokými transakčními a informačními náklady.¹⁶

U polopřímé alokace finančních zdrojů dochází již k přesunu dočasně volných finančních prostředků od přebytkového subjektu k deficitnímu subjektu za účasti finančního zprostředkovatele, což by mělo usnadnit přesun finančních prostředků a snížit transakční a informační náklady. Finanční zprostředkovatel zde provádí transakci tzv. na cizí účet.¹⁷

¹³ BLAKE, David. Analýza finančních trhů. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1995, str. 21; JÍLEK, Josef. Finanční trhy. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1997, str. 17 – 19; VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 1. vyd. Praha: ASPI, 2007, str. 18 – 19.

¹⁴ VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 1. vyd. Praha: ASPI, 2007, str. 20 – 21.

¹⁵ VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 1. vyd. Praha: ASPI, 2007, str. 18, 27.

¹⁶ VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 1. vyd. Praha: ASPI, 2007, str. 22.

¹⁷ VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 1. vyd. Praha: ASPI, 2007, str. 22 - 23.

U nepřímé alokace finančních zdrojů dochází k přesunu dočasně volných finančních prostředků od přebytkového subjektu k deficitnímu subjektu rovněž za účasti finančního zprostředkovatele, ten však tentokrát již obchoduje na vlastní účet. Finanční zprostředkovatel přijímá primární investiční instrumenty od deficitních subjektů a emituje sekundární, které nabízí přebytkovým subjektům. Princip nepřímého financování přispívá k dalšímu snížení transakčních a příp. i informačních nákladů a umožňuje sladit požadavky potenciálních dlužníků a věřitelů.¹⁸

2.2 Finanční trh a jeho členění

Finanční trh si můžeme vymezit jako souhrn investičních instrumentů, institucí, postupů a vztahů, při nichž dochází k přelévání volných finančních zdrojů mezi přebytkovými a deficitními jednotkami na dobrovolném smluvním základě¹⁹ nebo jako trh, na němž se soustřeďuje nabídka a poptávka po finančních prostředcích, resp. penězích a kapitálu²⁰.

Finanční trhy lze členit podle řady kritérií, zmiňme si pro tuto chvíli alespoň jejich klasifikaci podle splatnosti produktů, charakteru aktivace finančních prostředků a obsahu a charakteru instrumentů.

Dle splatnosti produktů se finanční trhy dělí na:²¹

- peněžní trhy – trhy s produkty se splatností do 1 roku,
- kapitálové trhy – trhy s produkty se splatností delší než 1 rok.

Dle charakteru aktivace finančních prostředků se finanční trhy člení na:²²

- primární trhy – trhy s novými emisemi investičních produktů (cenných papírů), kde emitent cenného papíru (deficitní subjekt) získává volné finanční prostředky.
- sekundární trhy - trhy s již emitovanými produkty (cennými papíry), obchody se uskutečňují pouze mezi investory a emitent cenného papíru nezískává dodatečné prostředky ze změny tržní ceny jím emitované akcie.

A dle obsahu a charakteru instrumentů se finanční trhy rozlišují na:²³

- dluhové trhy – trhy s úvěry, půjčkami a dluhovými cennými papíry,
- akciové trhy – trhy s akciemi,
- komoditní trhy – trhy s cennými kovy (zlato, stříbro...)²⁴,
- devizové (měnové) trhy – obchody nejen s měnou, ale i dluhové, akciové a komoditní trhy v cizích měnách.

¹⁸ VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 1. vyd. Praha: ASPI, 2007, str. 23.

¹⁹ VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 1. vyd. Praha: ASPI, 2007, str. 19.

²⁰ JÍLEK, Josef. Finanční trhy. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1997, str. 39.

²¹ ŠEVČÍK, Aleš, FUCHS, David, GABRIEL, Michal. Finanční trhy. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2001, str. 28.

²² ŠEVČÍK, Aleš, FUCHS, David, GABRIEL, Michal. Finanční trhy. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2001, str. 28; VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 1. vyd. Praha: ASPI, 2007, str. 23 - 24.

²³ ŠEVČÍK, Aleš, FUCHS, David, GABRIEL, Michal. Finanční trhy. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2001, str. 29.

²⁴ V tomto případě se tak jedná o užší pojetí finančních trhů.

2.3 Investiční instrumenty a magický trojúhelník investování

Přebytkové subjekty ekonomiky se při rozhodování, do kterého nástroje vloží své dočasně volné finanční prostředky, obecně řídí především jejich výnosem, rizikem a likviditou.

Výnos je možné definovat jako souhrn veškerých příjmů, které investor získá z daného investičního instrumentu. Může být tvořen tzv. kapitálovým výnosem (kapitálovým ziskem nebo ztrátou vzniklou v důsledku kurzových pohybů) a důchodem (průběžným výnosem).²⁵

Jestliže hovoříme o výnosu, je třeba vždy důsledně rozlišovat, zda se jedná o výnos historický nebo očekávaný. *Historický výnos* je ex-post výnosem, tj. výnosem, který byl dosažen při investování, je tedy založen na skutečných historických datech, zatímco *očekávaný výnos* je investorem anticipované (očekávané) zhodnocení investovaných finančních prostředků v budoucnosti a jeho dosažení je nejisté, výpočet je založen na možných scénářích vývoje, které nastanou s určitou pravděpodobností.²⁶

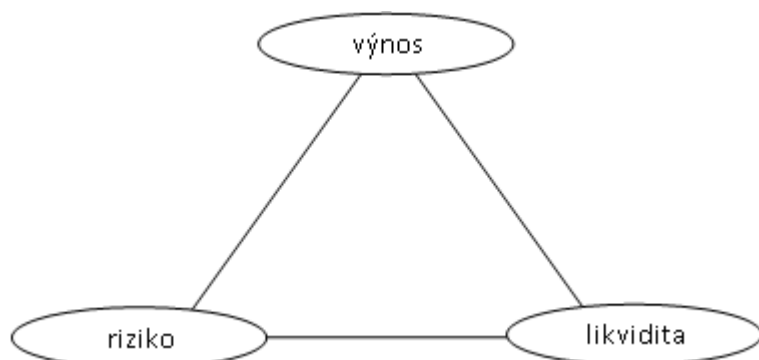
Cílem většiny investorů je dosáhnout co nejvyššího výnosu vzhledem k podstoupenému riziku a likviditě. Rovněž výpočet rizika může být založen na historických datech, pak hovoříme o riziku ex-post nebo na hodnotách očekávaných, pak hovoříme o riziku ex-ante.

Riziko je investory chápáno jako nebezpečí, že se skutečná výnosová míra investičního instrumentu odchýlí od výnosové míry očekávané²⁷. Cílem většiny investorů je minimalizovat riziko vzhledem k výnosu a likviditě.

Posledním ze sledovaných kritérií je likvidita investičních instrumentů. Za likvidní investiční instrumenty je možné obecně považovat ty instrumenty, které je možné během několika málo minut přeměnit na hotovost s minimálními transakčními náklady.²⁸ Cílem každého racionálního investora by pak mělo být dosažení co nejvyšší likvidity ve vztahu k výnosu a riziku.

Maximálního výnosu, maximální likvidity a minimálního rizika není možné dosáhnout najednou, investor si tak musí vždy vybrat určitou kombinaci mezi těmito cíly. Tuto skutečnost názorně demonstruje tzv. magický trojúhelník investování (Obrázek 2). Vrcholy trojúhelníku tvoří výnos, riziko a likvidita, magický trojúhelník tak jednoduše ukazuje, že není možné dosáhnout všech tří cílů (vrcholů) najednou, ale že je vždy nutné volit určitou kombinaci.

Obrázek 2: Magický trojúhelník investování



Zdroj: vlastní konstrukce

²⁵ VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 1. vyd. Praha: ASPI, 2007, str. 583.

²⁶ MUSÍLEK, P. *Finanční trhy a investiční bankovníctví*. Praha : ETC Publishing, 1999, s. 75.

²⁷ V zásadě ať již v pozitivním slova smyslu či negativním.

²⁸ VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 1. vyd. Praha: ASPI, 2007, str. 602.

2.4 Cenné papíry

Cenné papíry jsou zastupitelné a převoditelné finanční nástroje, které ztělesňují právní nárok svého majitele vůči subjektu, který je v něm zavázán.²⁹ Cenné papíry existovaly původně pouze v listinné podobě, tzn. cenný papír byl skutečně listinou, která ztělesňovala právní nárok jejího vlastníka na stanovené plnění. V současné době však většina cenných papírů existuje v tzv. zaknihované podobě, kdy listinná podoba je nahrazena zápisem do evidence a cenný papír existuje jako záznam v elektronickém systému.

Výčet jednotlivých druhů cenných papírů nalezneme v § 1 odst. 1 zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech v platném znění. Cennými papíry jsou:

- *akcie* – dlouhodobé cenné papíry, s nimiž jsou spojena určitá práva: právo spolupodílet se na řízení akciové společnosti, právo podílet se na zisku společnosti a právo podílet se na likvidačním zůstatku majetku akciové společnosti, příp. i přednostní právo na upsání nových akcií
- *zatímní listy* – cenné papíry, které nahrazují akcie v situaci, kdy upisovatel před zápisem akciové společnosti do obchodního rejstříku nesplatil celý emisní kurz upsané akcie³⁰
- *poukázky na akcie* – cenné papíry, které může akciová společnost vydat ještě před zápisem zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku v situaci, kdy dochází ke zvýšení základního kapitálu společností upsáním nových akcií³¹
- *podílové listy* – cenné papíry, s nimiž je spojen podíl podílníka na majetku v podílovém fondu, příp. další práva³²
- *dluhopisy* – cenné papíry, s nimiž je spojeno právo majitele na splacení dlužné částky a na výnos z dluhopisu (resp. půjčené částky)
- *investiční kupóny* – cenné papíry, které opravňují majitele ke koupi akcií určených k prodeji³³
- *kupóny* – cenné papíry představující právo na výnosy z dluhopisů
- *opční listy neboli warranty* – cenné papíry, které ztělesňují právo na nákup nebo právo na prodej určitého množství podkladového aktiva (akcie, dluhopisu) ve stanovené době za stanovenou realizační cenu³⁴
- *směnky* – cenné papíry, v nichž výstavce (emitent) bezpodmínečně slibuje osobě ve směnce uvedené (remitentovi), že jí v určené době a na určeném místě zaplatí směnečnou sumu (vlastní směnky), nebo ve kterých výstavce bezpodmínečně přikazuje třetí osobě (směnečníkovi), aby za něj zaplatila osobě ve směnce uvedené směnečnou sumu v určené době a na určeném místě (cizí směnky)
- *šeky* – cenné papíry, v nichž výstavce přikazuje třetí osobě (šekovníkovi, obvykle bance), aby za ni zaplatila osobě v šeku uvedené stanovenou částku

²⁹ JÍLEK, Josef. Finanční trhy a investování. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2009, str. 98; VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 1. vyd. Praha: ASPI, 2007, str. 201.

³⁰ VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. Praha: ASPI, 2007, s. 207.

³¹ VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. Praha: ASPI, 2007, s. 207.

³² VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. Praha: ASPI, 2007, s. 237.

³³ § 22 odst. 2 zákona č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby.

³⁴ VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. Praha: ASPI, 2007, s. 248.

- *náložné listy* – cenné papíry, s nimiž je spojeno právo požadovat na dopravci vydání zásilky v souladu s obsahem listiny, dopravce je povinen zásilku vydat osobě oprávněné podle náložného listu, jestliže mu tato osoba náložný list předloží a potvrdí na něm převzetí zásilky³⁵
- *skladištní listy* – cenné papíry, s nimiž je spojeno právo požadovat vydání skladované věci³⁶
- *zemědělské skladní listy* – cenné papíry, které představují vlastnické a zástavní právo k uskladněnému zboží³⁷

Shrnutí kapitoly

Finanční systém představuje neodmyslitelnou součást vyspělých ekonomických systémů. Finanční trhy plní funkci shromažďovací, depozitní, alokační, likviditní, cenotvornou, funkci uchovatele hodnoty, snížení rizik. Účastníky finančního systému je možné obecně rozdělit do čtyř skupin, a sice na deficitní subjekty, přebytkové subjekty, finanční zprostředkovatele a orgány ochrany a regulace finančního trhu. Primárním úkolem finančního systému je alokovat dočasně volné finanční prostředky od přebytkových subjektů v ekonomice k subjektům deficitním. Přesun finančních prostředků může přitom proběhnout buď s účastí finančních zprostředkovatelů, nebo bez nich. Finanční trh lze vymezit jako souhrn investičních instrumentů, institucí, postupů a vztahů, při nichž dochází k přelévání volných finančních zdrojů mezi přebytkovými a deficitními jednotkami na dobrovolném smluvním základě. Přebytkové subjekty ekonomiky se při rozhodování, do kterého nástroje vloží své dočasně volné finanční prostředky, obecně řídí především jejich výnosem, rizikem a likviditou, které jsou považovány za hlavní kritéria rozhodování. Cílem investora je dosáhnout maximálního výnosu, maximální likvidity a minimálního rizika, všech tří cílů však není možné dosáhnout najednou, investor si musí vždy vybrat určitou kombinaci mezi těmito cíly. Tuto skutečnost znázorňuje tzv. magický trojúhelník investování.

Otázky k zamyšlení

1. Vysvětlete význam a fungování ekonomického systému pomocí jeho zjednodušeného modelu.
2. Vysvětlete vztah mezi ekonomickým a finančním systémem.
3. Vyjmenujte funkce finančního trhu.
4. Definiujte finanční trh.
5. Uveďte, jaký je hlavní úkol finančního trhu v tržní ekonomice.
6. Popište přímou, nepřímou a polopřímou alokaci finančních zdrojů.
7. Uveďte, jak se finanční trhy dělí dle splatnosti produktů.
8. Vysvětlete rozdíl mezi primárním a sekundárním trhem.
9. Uveďte, jak se finanční trhy dělí dle obsahu a charakteru instrumentů.
10. Vysvětlete, co je to magický trojúhelník investování.
11. Vymeďte cenné papíry a vyjmenujte jejich druhy.

³⁵ § 612 obchodního zákoníku.

³⁶ § 528 obchodního zákoníku.

³⁷ § 2 odst. 1 zákona č. 307/2000 Sb., o zemědělských skladních listech a zemědělských veřejných skladech.

Pojmy k zapamatování

- finanční systém
- finanční trh
- funkce finančního systému
- účastníci finančního systému
- přímé financování
- polopřímé financování
- nepřímé financování
- klasifikace finančních trhů
- magický trojúhelník investování
- cenné papíry

3 BANKY A BANKOVNÍ SYSTÉMY

Cíl kapitoly

Po nastudování následující kapitoly budete umět klasifikovat bankovní systémy a dokážete se orientovat v legislativě upravující oblast bankovníctví. Dále pochopíte důvody vzniku centrálních bank, funkce centrálních bank a jejich fungování. Po nastudování této kapitoly poznáte další typy bank, jejich činnosti a hlavní rozdíly mezi obchodním a investičním bankovníctvím.

Časová zátěž

Prostudování této kapitoly věnujte třetí týden semestru v celkovém rozsahu 8 hodin.

3.1 Klasifikace bankovních systémů

Bankovníctví patří v každé vyspělé ekonomice mezi nejdynamičtější se rozvíjející obory. Pokud by bankovníctví řádně nefungovalo, ekonomický pokrok by byl nemyslitelný. Vyspělý bankovní systém je determinován vyspělou ekonomikou a naopak.

Základní definice banky charakterizuje banku jako finanční instituci, která přijímá vklady a poskytuje úvěry. **Bankovní systém** představuje souhrn všech bankovních institucí v dané zemi a uspořádání vztahů mezi nimi. Z tohoto hlediska můžeme nalézt dvě vzájemná propojení, a to institucionální a funkční.

Z institucionálního pohledu na banku lze uvést dvě základní vymezení, a to ekonomické a právní. Banka obchoduje a provádí operace s penězi (ekonomické vymezení). Banka je instituce, která má bankovní licenci (právní vymezení). Banka je instituce, která musí dodržovat velmi přísná pravidla a musí se řídit bankovními zákony³⁸ a dalšími právními akty.

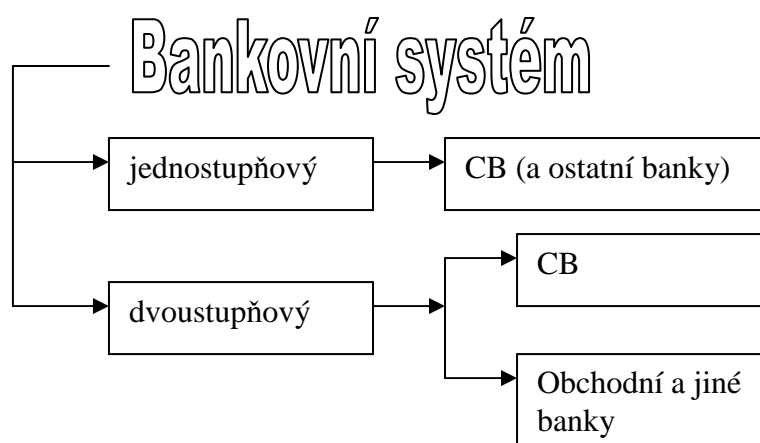
Funkční složka bankovního systému je prezentována jako organizace, případně způsob uspořádání vztahů mezi bankovními institucemi v každé jednotlivé ekonomice. Z tohoto hlediska rozlišujeme bankovní systém jednostupňový a bankovní systém dvoustupňový.

Jednostupňový bankovní systém je charakteristický tím, že veškeré bankovní operace provádí jediná banka, která současně plní funkci centrální banky, komerční banky a investiční banky. Někdy je jednostupňový bankovní systém označován jako systém „monobanky“, neboť centrální banky mají zcela výsadní postavení a prakticky řídí činnost ostatních bank.

Dvoustupňový bankovní systém je typický pro naprostou většinu tržních ekonomik. Centrální bankovníctví je v tomto systému funkčně odděleno od obchodního.

³⁸ Více viz podkapitola 3.2.

Obrázek 3: Jednostupňový a dvoustupňový bankovní systém



Zdroj: vlastní vyobrazení

Dvoustupňový bankovní systém není ovšem u každé ekonomiky totožný a existuje celá řada rozdílů. Tyto rozdíly lze zachytit:

- v univerzálním a specializovaném bankovním systému,
- ve vysoce otevřeném a málo otevřeném bankovním systému,
- v pobočkovém, unitárním a propojeném bankovním systému.

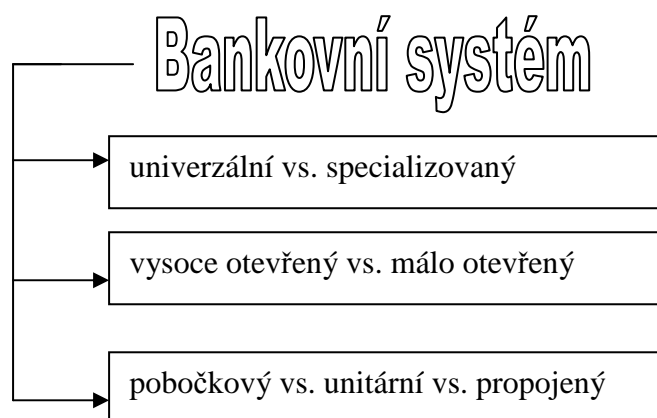
Pokud jde o **univerzální bankovní systém**, tak v něm není obchodní a investiční bankovníctví odděleno. Banky tak provádějí tradiční bankovní operace – přijímají vklady a poskytují úvěry a současně provádějí například operace s cennými papíry jak na účet zákazníka, tak také na vlastní účet. Dále mohou nabízet i další finanční služby jako je například leasing, hypoteční úvěry, úpis akcií nebo dluhopisů, atd.

Ve **specializovaném bankovním systému** je obchodní bankovníctví striktně odděleno od investičního. Obchodní banky mají zakázáno provádět také další druhy bankovních operací, jako je například leasing.

Míra otevřenosti bankovního trhu vůči zahraničním bankám je vyšší v zemích EU než třeba v Japonsku nebo v USA. **Vysoce otevřený** bankovní systém je prezentován vysokým podílem zahraničních bank na domácím trhu.

Pokud chceme charakterizovat **pobočkový bankovní systém**, tak je pro něho příznačný malý počet bank, ale velký počet poboček. Naproti tomu **unitární** bankovní systém zahrnuje hodně bank s málo pobočkami. **Propojený** bankovní systém zase obsahuje hodně bank navzájem propojených vlastnickými podíly.

Obrázek 4: Další možné dělení bankovního systému



Zdroj: vlastní vyobrazení

3.2 Legislativní úprava bankovníctví

Ústava České republiky v hlavě 6 čl. 98 stanoví, že *Česká národní banka je ústřední bankou státu*. Hlavním cílem její činnosti je péče o cenovou stabilitu. Do její činnosti lze zasahovat pouze na základě zákona. Česká národní banka (ČNB) se při plnění svých úkolů řídí:

- zákonem o bankách č. 21/1992 Sb. ze dne 20. prosince 1991 v aktuálním znění;
- zákonem o ČNB č. 6/1993 Sb. ze dne 17. prosince 1992 v aktuálním znění.

Zákon o bankách

Bankami se pro účely tohoto zákona rozumějí *právnícké osoby se sídlem v České republice, založené jako akciová společnost, které přijímají vklady od veřejnosti a poskytují úvěry a které k výkonu činností mají bankovní licenci*. Pro účely tohoto zákona se rozumí **vkladem** svěřené peněžní prostředky, které představují závazek vůči vkladateli na jejich výplatu. **Úvěrem** v jakékoliv formě se rozumí dočasně poskytnuté peněžní prostředky.

Banka může, kromě činností uvedených výše, vykonávat i další činnosti, má-li je povoleny v udělené licenci.

Banka nesmí vykonávat jiné podnikatelské činnosti než ty, které má povoleny v licenci.

Zákon o České národní bance

V zákoně o ČNB jsou vymezeny *zásady jejího fungování* a její hlavní *kompetence*:

Česká národní banka je ústřední bankou České republiky a orgánem vykonávajícím dohled nad domácím finančním trhem.

Hlavním cílem ČNB je *péče o cenovou stabilitu*. Pokud není dotčen její hlavní cíl, ČNB podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu.³⁹

3.3 Centrální banka a její funkce

Vznik dvoustupňového bankovního systému je spojen se vznikem a rozvojem centrálního bankovníctví.

³⁹ Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, § 2.

Existují tři základní *definiční znaky*, které determinují centrální banku. Jde o **emisní monopol** na hotovostní peníze, o provádění **měnové politiky** a **regulaci bankovního systému**. Emisní monopol lze považovat za nejdůležitější ze všech definičních znaků. Jedná se o výsadní právo centrální banky k emisi hotovostních bankovek, případně mincí na území daného státu. Za provádění měnové politiky lze považovat regulaci množství peněz v ekonomice s cílem podpory měnové stability. Pokud jde o regulaci bankovního systému, tak se jedná především o stanovení základních práv, povinností a pravidel činnosti obchodních a dalších bank na území daného státu.

Základní zásady činnosti centrálních bank

Současná centrální banka, kdekoli na světě, by měla respektovat následující zásady:

- neměla by konkurovat jiným bankám v obchodní činnosti;
- **má být nezávislou institucí;**
- má být bankou pro ostatní banky;
- má působit jako zúčtovací centrum pro ostatní banky;
- má monitorovat vývoj bankovního systému;
- má sledovat cíl zdravé měny atd.

Hlavní způsoby zakládání centrálních bank

Existuje několik způsobů zakládání centrálních bank:

- *přeměna některé z existujících soukromých bank v banku centrální,*
- *přidělení práva na emisi bankovek,*
- *centrální banka jako zcela nové instituce.*

Funkce centrální banky

Centrální banky všude na světě plní několik funkcí.

Makroekonomické funkce

Měnová politika je prezentována kontrolou množství peněz v oběhu, a to při sledování cíle stability cenové hladiny.

Devizová činnost je prezentována shromažďováním devizových rezerv státu a právě operacemi s těmito devizovými rezervami.

Emise hotovostních peněz je základním definičním znakem každé centrální banky.

Mikroekonomické funkce

Banka bank: V zásadě centrální banka vystupuje vůči ostatním bankám jako bankéř, který od bank přijímá vklady, poskytuje úvěry, vede bankám účty a provádí zúčtování mezi nimi.

Banka státu: Centrální banka provádí některé operace pro vládu nebo jiné centrální orgány a vede jim také účty.

Bankovní regulace a dohled: Pro dvoustupňový bankovní systém je charakteristické, že centrální banka (tedy první stupeň) reguluje druhý stupeň bankovníctví. **Od 1. 4. 2006 přebrala ČNB regulaci a dohled nad celým finančním trhem v České republice.**

Reprezentace v měnové oblasti: Pod touto funkcí si lze představit, že centrální banka vystupuje doma i v zahraničí jako reprezentant státu v oblasti měnové politiky.

Měnová politika centrální banky

Mezi základní funkce centrální banky patří měnová politika. Aby CB mohla měnovou politiku provádět, musí k tomu mít určité nástroje. Mezi *nepřímé nástroje* řadíme operace na volném trhu, diskontní nástroje, kursové intervence. Do *přímých nástrojů* řadíme pravidla likvidity, povinné vklady, limity úvěrů bank, limity úrokových sazeb. Mezi přímé i nepřímé nástroje můžeme zařadit povinné minimální rezervy, dohody, výzvy, doporučení.

3.4 Typy bank a jejich činnost

Banky se liší druhem a rozsahem činností, které provádějí, dále velikostí, územní působností nebo právní formou.

Banky můžeme zjednodušeně rozdělit na:⁴⁰

- obchodní banky,
- investiční banky,
- stavební spořitelny,
- hypoteční banky,
- speciální banky.

Investiční banky

Investiční banky jsou dvojího typu. Buď mohou investovat do cenných papírů nebo mohou poskytovat dlouhodobé úvěry.⁴¹ Nadneseně lze za investiční banky považovat ty banky, u kterých převažují obchody s delší dobou splatnosti, a to jak na aktivní, tak na pasivní straně. Ovšem v posledních letech se rozdíl ve vymezení stírají.

Stavební spořitelny

Stavební spořitelna je specializovanou finanční institucí. Touto institucí může být pouze banka, které bylo uděleno povolení podle zákona o bankách a předmětem její činnosti je stavební spoření a další činnosti podle zákona o stavebním spoření.⁴²

Stavebním spořením rozumíme způsob, kterým se účastník stavebního spoření snaží naspořit vlastní prostředky s cílem získat úvěr a financovat svoje bytové potřeby.

Hypoteční banky

Hypoteční banka je banka, která má licenci na poskytování hypotečních úvěrů. K financování těchto hypotečních úvěrů je banka oprávněna vydávat hypoteční zástavní listy.

Speciální banky

Mezi speciální banky můžeme řadit například rozvojové banky, zemědělské banky a další.

⁴⁰ Lze vycházet i z jiného členění bank, ovšem pro naše potřeby toto členění bude dostačující. Pokud bychom ovšem uvedli další, tak je možné vycházet z REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 2. rozš. vyd. Praha : Management Press, 2001, který banky dělí na obchodní banky, spořitelní banky, investiční banky, rozvojové banky, specializované vládní banky, hypoteční banky, stavební spořitelny, zemědělské banky, městské a komunální banky, konzorciální banky, zahraniční banky a bankovní holdingové společnosti.

⁴¹ REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 2. rozš. vyd. Praha : Management Press, 2001, s. 19.

⁴² KALABIS, Z. *Bankovní služby v praxi*. Brno : Computer Press, 2005, s. 94.

Českomoravská záruční a rozvojová banka - banka, která poskytuje záruky a podporu malým a středním podnikům.

Česká exportní banka - banka zaměřená na podporu vývozu prostřednictvím státem zvýhodněného financování.

3.5 Obchodní bankovníctví

Banky jsou ve své podstatě podnikatelské subjekty, které mají ovšem ve srovnání s podniky v jiných odvětvích ekonomiky řadu specifických rysů, projevujících se v jejich postavení a celkovém významu v ekonomice.⁴³

Primární cíl banky, ať už se jedná o maximalizaci zisku nebo maximalizaci tržní ceny akcií, je shodný s jakýmkoliv podnikatelským subjektem v tržní ekonomice. Banka musí splňovat podle Zákona o bankách tyto čtyři podmínky:⁴⁴

- musí se jednat o právnickou osobu se sídlem na území České republiky, založenou jako akciová společnost,
- musí přijímat vklady od veřejnosti,
- musí poskytovat úvěry,
- k výkonu činnosti obchodního bankovníctví musí mít licenci udělenou ČNB.

Základní funkce bank

Úloha bank v tržní ekonomice je nezastupitelná, ovšem i velmi různorodá. Banka plní celou řadu funkcí, ovšem za hlavní funkce můžeme považovat následující:

- finanční zprostředkování,
- provádění platebního styku,
- emisi bezhotovostních peněz,
- zprostředkovávání finančního investování.

Shrnutí kapitoly

Bankovníctví patří v každé vyspělé ekonomice mezi nejdynamičtěji se rozvíjející obory. Pokud by bankovníctví řádně nefungovalo, ekonomický pokrok by byl nemyslitelný. Banka je institucí, která stojí mezi nabídkou peněžních úspor a poptávkou po nich. Banka je definována jako finanční instituce, která přijímá vklady a poskytuje úvěry. Ústava České republiky v hlavě 6 čl. 98 stanoví, že Česká národní banka je ústřední bankou státu. Hlavním cílem její činnosti je péče o cenovou stabilitu a do její činnosti lze zasahovat pouze na základě zákona.

Centrální banky jednotlivých zemí se mohou odlišovat, v zásadě ale plní podobné funkce. Funkce centrálních bank lze členit na makroekonomické a mikroekonomické. Měnová politika je prezentována kontrolou množství peněz v oběhu, a to při sledování cíle stability cenové hladiny. Tato funkce centrální banky postupně získává na významu.

Banky se liší druhem a rozsahem činností, které provádějí, dále velikostí, územní působností nebo právní formou. Banky jsou ve své podstatě podnikatelské subjekty, které mají ovšem ve srovnání s podniky v jiných odvětvích ekonomiky řadu specifických rysů, projevujících se v jejich postavení a celkovém významu v ekonomice. Primární cíl banky, ať už se jedná o maximalizaci zisku nebo maximalizaci tržní ceny akcií je shodný s jakýmkoliv podnikatelským subjektem v tržní ekonomice.

⁴³ REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha : Management Press, 2005, s. 117.

⁴⁴ REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha : Management Press, 2005, s. 119.

Otázky k zamyšlení

1. Jak je definována banka?
2. Co je to bankovní systém?
3. Vysvětlete rozdíly mezi 1 stupňovým a 2 stupňovým bankovním systémem.
4. Jaké znáte další členění bankovních systémů?
5. Co především zachycuje zákon o bankách a zákon o ČNB?
6. Uveďte a vysvětlete 3 základní definiční znaky centrálních bank.
7. Uveďte a charakterizujte funkce centrální banky.
8. Co je to měnová politika a kdo ji provádí?

Pojmy k zapamatování

- banka,
- bankovní systém,
- jednostupňový bankovní systém,
- dvoustupňový bankovní systém,
- monobanka,
- univerzální a specializovaný bankovní systém,
- vysoce otevřený a málo otevřený bankovní systém,
- pobočkový, propojený a unitární bankovní systém,
- zákon o bankách, zákon o ČNB,
- emisní monopol,
- měnová politika,
- regulace a dohled,
- zásady činnosti centrální banky,
- makroekonomické a mikroekonomické funkce centrální banky,
- banka bank,
- banka státu,
- reprezentace v měnové oblasti,
- měnová politika,
- devizová činnost,
- emise hotovostních peněz,
- přímé a nepřímé nástroje ČNB,
- obchodní banka,
- investiční banka,
- stavební spořitelna,
- hypoteční banka,
- specializované banky.

4 OSTATNÍ FINANČNÍ ZPROSTŘEDKOVATELÉ A SUBJEKTY PŮSOBÍCÍ NA FINANČNÍM TRHU

Cíl kapitoly

Po nastudování následující kapitoly budete umět definovat subjekty kolektivního investování, pojišťovny a penzijní fondy. Budete umět charakterizovat investiční společnost, investiční a podílový fond, případně jejich další členění, znát principy kolektivního investování. U pojišťoven poznáte jejich úkoly a činnost, dokážete vysvětlit principy pojištění, pojišťovací činnosti a dokážete se orientovat na pojistném trhu. Seznámíte se se založením penzijních fondů, jejich fungováním, výhodami (nevýhodami) penzijního připojištění. Dále dokážete charakterizovat obchodníky s cennými papíry, budete znát jejich členění a vzájemné rozdíly.

Časová zátěž

Prostudování této kapitoly věnujte čtvrtý týden semestru v celkovém rozsahu 8 hodin.

Významní investoři na finančním trhu, kteří jsou reprezentováni například subjekty kolektivního investování, pojišťovnami, bankami, případně obchodníky s cennými papíry, sehrávají na finančním trhu celou řadu rolí, které odpovídají jejich primárnímu zaměření a předmětu jejich podnikatelské činnosti.

4.1 Subjekty kolektivního investování

Kolektivním investováním se rozumí podnikání, jehož předmětem je shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti upisováním akcií investičního fondu nebo podílových listů podílového fondu.⁴⁵

Investiční společnost

Jedná se o právnickou osobu, jejímž předmětem podnikání je kolektivní investování.⁴⁶ Pro výkon své činnosti musí investiční společnost získat povolení regulátora pro oblast kapitálového trhu. Vlastní kapitál společnosti musí, v době žádosti o povolení vykonávat činnost jako investiční společnost, činit v korunách alespoň částku odpovídající 125 000 EUR.⁴⁷

Investiční společnost zakládá podílové fondy a obhospodařuje majetek do těchto fondů svěřený.

Investiční fond

Investiční fond je právnickou osobou, která shromažďuje peněžní prostředky od veřejnosti výměnou za upisování akcií. Investiční fond může být založen pouze jako akciová společnost. V ČR je možné zakládat investiční fond pouze na dobu určitou. Předmětem podnikání

⁴⁵ Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, § 2, odst. 1.

⁴⁶ Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, § 14, odst. 1.

⁴⁷ Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, § 69, odst. 1.

investičního fondu je kolektivní investování. Investoři, kteří investují do investičního fondu, se stávají akcionáři a přísluší jim veškerá akcionářská práva a povinnosti.⁴⁸

Podílový fond

Na rozdíl od investičního fondu nemá podílový fond právní subjektivitu. Je zakládán investiční společností, která obvykle také spravuje jeho majetek. Peněžní prostředky jsou shromažďovány do podílových fondů a to prostřednictvím vydávání podílových listů.

Podílový list je cenný papír, který představuje podíl na majetku podílového fondu. Na druhou stranu ale nedovoluje majiteli podílového listu podílet se na správě fondu. Majetek podílového fondu je navíc oddělen od majetku investiční společnosti. V ČR je možné zakládat jak otevřené, tak také uzavřené podílové fondy.⁴⁹

Zákon o kolektivním investování rozlišuje v ČR dvě základní skupiny fondů kolektivního investování. Tyto dvě skupiny se odlišují ve formě, v jaké mohou vznikat, a ve vymezení předmětu investování. Také se liší v pravidlech pro rozložení a omezení rizika. Jedná se o fond standardní a fond speciální.⁵⁰ Standardní fond je fondem, který vyhovuje právu Evropské unie. Standardní fond, může být zakládán pouze jako otevřený podílový fond. Speciální fond, pak nevyhovuje požadavky práva Evropské unie, tento fond může mít formu otevřeného investičního fondu nebo otevřeného nebo uzavřeného podílového fondu. Speciální fondy získávají prostředky od veřejnosti existují jako fond:

- speciální fond nemovitostí,
- speciální fond fondů,
- speciální fond cenných papírů.

Speciální fond získávající prostředky od institucionálních investorů existuje jako:

- speciální fond kvalifikovaných investorů.

Existuje celá řada dalších možností, jak členit fondy. Jedná se například o členění podle rizika, podle převažujícího investičního nástroje nebo podle geografické příslušnosti. Základní členění podle převažujícího investičního nástroje je na:⁵¹

- **Akciové fondy**, které trvale investují na akciovém trhu minimálně 66 % aktiv. Patří sem i fondy, jejichž hodnota je navázána na akciový index.
- **Dluhopisové fondy**, které trvale investují na trhu dluhopisů, investice do dalších aktiv jsou povoleny, ale jejich hodnota nesmí přesáhnout 10 % aktiv fondu. Opět zde můžeme zařadit také fondy, jejichž hodnota je navázána na dluhopisový index.
- **Fondy peněžního trhu**, které investují do krátkodobých cenných papírů, nejčastěji dluhopisů, jejichž doba splatnosti nesmí překročit 1 rok.
- **Smíšené fondy**, které mohou investovat do různých aktiv na různých trzích bez příslušné limitace hodnoty této investice.
- **Fondy fondů**, které musí minimálně 66 % svých aktiv investovat do podílových listů a akcií jiných fondů.

⁴⁸ SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno: Masarykova univerzita, 2009. str. 39.

⁴⁹ SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno: Masarykova univerzita, 2009. str. 39.

⁵⁰ SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno: Masarykova univerzita, 2009. str. 39.

⁵¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 652.

- **Speciální fond nemovitostí**, který má předepsanou minimální výši investování do nemovitostí a nemovitostních akcií (hodnota této investice je alespoň 51 %).

4.2 Obchodníci s cennými papíry

V České republice jsou investiční služby drobným klientům nabízeny dvěma druhy obchodníků s cennými papíry. Jedná se o obchodníka s cennými papíry, který je bankou a obchodníka s cennými papíry, který není bankou. Obchodník s cennými papíry, který není bankou je založen jako akciová společnost nebo společnost s ručením omezeným. Z právního hlediska se jedná o *právníkové osoby, které musí získat povolení pro tuto činnost od regulatorního orgánu* (České národní banky).

Od obchodníka s cennými papíry je třeba podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu⁵² odlišit **obchodního zprostředkovatele**, který je zákonem vymezen jako zaregistrovaná osoba, která poskytuje investiční činnost prostřednictvím přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních cenných papírů, případně cenných papírů kolektivního investování, ale nepřijímá peněžní prostředky nebo investiční nástroje od zákazníků. Veškeré pokyny pouze předává bance nebo obchodníkovi s cennými papíry.

Obchodník s cennými papíry vykonává svou činnost prostřednictvím osob, které mají personální vybavení, které odpovídá povaze, složitosti a rozsahu jím provázených činností. Obchodníci s cennými papíry mohou při poskytování svých služeb vystupovat jako broker nebo jako dealer, případně mohou vystupovat v obou rolích.⁵³

Investor, který chce investovat prostřednictvím obchodníka s cennými papíry, je povinen si u něj zřídit účet, prostřednictvím kterého bude investovat. Tento účet může být hotovostní nebo maržový. V případě **hotovostního účtu** může investor nakupovat investiční nástroje pouze do výše hodnoty hotovostních prostředků, které má na účtu. V případě **maržového účtu** může investor nakupovat cenné papíry částečně z vlastních prostředků uložených na účtu a částečně čerpat z úvěru, který mu poskytuje obchodník s cennými papíry.⁵⁴

4.3 Pojišťovny

Pojišťovny jsou další významnou institucí, která má nezastupitelné místo na finančním trhu. Pojišťovny v souvislosti s provozováním životního a neživotního pojištění shromažďují velký objem finančních prostředků, který dlouhodobě drží v pojistně technických rezervách.

Pojišťovna a její činnost

Pojišťovna je specifickou institucí, která je oprávněna provádět pojišťovací, případně zajišťovací činnost. *Pojišťovací činností rozumíme uzavírání pojistných smluv, poskytování pojistných plnění, správu pojištění, poskytování asistenčních služeb nebo zpracování osobních údajů s touto činností související.*⁵⁵ Stejně jako banky, tak i pojišťovny musejí ke své činnosti získat povolení od ČNB. Složení základního kapitálu, ve výši 60 až 200 milionů Kč, je závislé na pojišťovnou provozovaném odvětví.

⁵² Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

⁵³ SVOBODA, M. A KOL. *Základy financí*. Brno: Masarykova univerzita, 2009. str. 42.

⁵⁴ SVOBODA, M. A KOL. *Základy financí*. Brno: Masarykova univerzita, 2009. str. 42.

⁵⁵ Tyto činnosti vychází z platné legislativy, která je uvedena na závěr této podkapitoly.

Hlavní úkoly pojišťovny

Úkoly komerční pojišťovny vyplývají z předmětu její činnosti:

- preventivní úkol,
- investiční úkol,
- technický úkol.

Preventivní úkol, někdy také nazývaný zábranný, je definován jakousi zábrannou činností, která vede k předcházení, případně ke snížení rizika vzniku a rozsahu škod.

Investiční úkol souvisí s finančním podnikáním pojišťoven. Pojišťovny, vstupují na finanční trh s cílem zhodnotit dočasně volné peněžní prostředky.

Technický úkol, někdy nazývaný náhradový, spočívá v náhradě škod, tedy v pojistném plnění. Tento úkol má jednoznačně primární postavení v činnosti pojišťoven.

Pojistně technické rezervy a jejich umístění

V souvislosti s poskytováním pojištění musí pojišťovny vytvářet pojistně technické rezervy. Tyto rezervy slouží ke krytí budoucích závazků z daného pojištění.

Struktura investic pojišťoven je striktně vymezena zákonem o pojišťovnictví. V zásadě jde o to, že musí být zajištěna splnitelnost závazků z provozované pojišťovací nebo zajišťovací činnosti.⁵⁶

Pojištění

Pojištění sehraává dnes ve vyspělém světě nezastupitelnou roli. Jeho význam spočívá především v:

- ovlivňování tržní ekonomiky,
- vytváření nových pracovních příležitostí,
- stabilizaci ekonomické úrovně všech činností podnikatelské sféry, občanů a státu.

Pojišťovací způsob rozdělování v sobě zahrnuje princip solidárnosti, podmíněné návratnosti a neekvivalence.

Princip solidárnosti znamená, že pojistníci přispívají pojistným⁵⁷ do pojistných rezerv. Pojistníci zároveň respektují to, že výplata pojistného plnění bude poskytnuta pouze tomu, komu se stane pojistná událost.

Princip podmíněné návratnosti znamená, že pojistná náhrada (pojistné plnění) se poskytne pouze tomu, komu se stane pojistná událost, blíže definovaná v pojistné smlouvě.

Princip neekvivalence znamená, že výše pojistné náhrady není závislá na výši zaplaceného pojistného.

⁵⁶ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 668.

⁵⁷ Pojistné je cena za pojistnou ochranu. Pojistník je ten, kdo uzavírá pojistnou smlouvu a jehož povinností je platit pojistné. Pojištěný je ten, na jehož rizika se pojištění sjednává a má právo obdržet od pojišťovny pojistné plnění v případě vzniku pojistné události.

Pojišťovací činnost

Každá pojišťovna se snaží získat významný podíl na trhu a tomu přizpůsobuje svoji činnost. Pojišťovny vyvíjejí pojistné produkty v návaznosti na potřeby klientů.

Pojišťovnictví

Pojišťovnictví je nevýrobní odvětví tržní ekonomiky, které se zabývá pojišťovací, zajišťovací činností a jinými činnostmi dle příslušného zákona.

Pojišťovnictví může naplnit své principy pouze tehdy, pokud se může pojištěný dobrovolně rozhodnout ve výběru pojistitele, pojištění a pojistných podmínek a pokud komerční pojišťovna může dobrovolně určovat pojistné sazby, všeobecné pojistné podmínky a výběr pojistného rizika.

Nezastupitelnou roli v poskytování pojištění sehraávají **pojišťovací zprostředkovatelé**.⁵⁸ Zprostředkovatel pojištění je profesionální zástupce pojišťovny, jehož cílem je sjednávání pojištění pro jednoho nebo více pojistitelů (pojišťoven). V České republice je možné najít tyto pojišťovací zprostředkovatele:

- *závislý zprostředkovatel* vykonává pojišťovací činnost zpravidla pro jednu pojišťovnu a nabízí jen pojistné produkty, které mu dá pojišťovna k dispozici,
- *pojišťovací agent* je většinou zástupce pojišťovny, jehož cílem je nabízet a dojednat pojištění v místě bydliště klientů. Tento agent nemusí být v pracovním poměru v pojišťovně,
- *nezávislý zprostředkovatel* je samostatnou právnickou nebo fyzickou osobou, která není vázána pouze na jednu pojišťovnu,

Pojišťovací zprostředkovatele můžeme členit i jiným způsobem:

- vázaný pojišťovací zprostředkovatel,
- podřízený pojišťovací zprostředkovatel,
- pojišťovací agent,
- výhradní pojišťovací agent,
- pojišťovací makléř.

Pojistný trh

Mezi hlavní ukazatele pojistného trhu patří:

- předepsané pojistné,
- pojistné plnění,
- škodovost,
- pojištěnou,
- koncentrace pojistného trhu.

Počet komerčních pojišťoven může v dané ekonomice vypovídat jak o vývoji a vyspělosti pojistného trhu, tak i o stupni regulace.

Legislativa v pojišťovnictví

Za tvorbu primární legislativy (zákonů) v pojišťovnictví odpovídá ministerstvo financí.

⁵⁸ Zprostředkovatelskou činnost v pojišťovnictví chápeme jako odbornou činnost směřující k uzavírání pojistných, případně zajistných smluv a další činnosti s tím související.

Česká národní banka (orgán dohledu) zodpovídá za sekundární legislativu, tj. za tvorbu prováděcích předpisů a vyhlášek. U těchto právních předpisů je legislativní proces zjednodušen.

Legislativa upravující výkon pojišťovnictví:

- zákon č. 363/1999 Sb., o pojišťovnictví a o změně některých souvisejících předpisů,
- zákon č. 39/2004 Sb., změna zákona o pojišťovnictví a některých dalších zákonů,
- zákon č. 168/1999 Sb., o pojištění odpovědnosti z provozu vozidla,
- zákon č. 37/2004 Sb., o pojistné smlouvě,
- zákon č. 38/2007 Sb., o pojišťovacích zprostředkovatelích a likvidátorech pojistných událostí.

4.4 Penzijní fondy

Jednou z důležitých potřeb člověka je potřeba finančního zabezpečení na stáří (na důchodový věk). Penzijní zabezpečení jako nástroj existuje více než 100 let. Díky penzijnímu zabezpečení lidem odcházejícím do starobního důchodu nemusí klesnout úplně životní úroveň. Lidé už dávno pochopili nutnou solidaritu s penzisty.

Penzijní fond je specializovaná finanční instituce, která jako jediná může provádět penzijní připojištění. Provozování penzijního připojištění je v České republice upraveno *zákonem č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem a dalších změnách*.

Pod pojmem **penzijní připojištění** si můžeme představit shromáždování peněžních prostředků od účastníků penzijního připojištění a od státu poskytnutých ve prospěch účastníků, nakládání s těmito prostředky a vyplácení dávek penzijního připojištění.⁵⁹

Penzijní fond je právnickou osobou, která musí být v České republice založena jako akciová společnost.

Založení penzijních fondů

Penzijní fondy v České republice jsou často zakládány bankami a mají charakter *nezávislých finančních institucí*. **Výhody** tohoto typu penzijních fondů lze spatřovat v:

- rozvoji trhu s cennými papíry,
- snadné převoditelnosti penzijních nároků.

Nevýhody lze ovšem spatřovat také, a to zejména ve:

- vysokých administrativních nákladech,
- negativním ovlivněním trhu práce,
- potenciálním nákladu zastoupení.

Výhody penzijního připojištění

Všem účastníkům penzijního připojištění přispívá stát měsíčně stanovenou částkou ze státního rozpočtu. Tuto i další výhody, které poskytují účastníkům penzijního připojištění penzijní fondy, potažmo stát, uvádíme na následujících řádcích:

- státní příspěvek ve výši od 50 do 150 Kč měsíčně,⁶⁰

⁵⁹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 659.

⁶⁰ 50 Kč při měsíčním vkladu 100 Kč a 150 Kč při měsíčním vkladu 500 Kč.

- zhodnocení vložených finančních prostředků (nemůže být záporné),
- daňově úlevy (daňově odečitatelná položka až do výše 12 000 Kč ročně).

Výše zmíněné tři výhody lze považovat za ty hlavní, ovšem vedle nich lze uvést i další, jako např. možnost sjednání invalidní a pozůstalostní penze, možnost potenciálního příspěvku od zaměstnavatele nebo možnost vybrání až poloviny naspořených prostředků po 15 letech (tedy účastník nemusí čekat až do 60 let věku).

Pozitivní stránku systému penzijního připojištění lze spatřovat především v tom, že:

- přispívá k tvorbě dlouhodobých úspor,
- podporuje rozvoj a zvýšení likvidity trhu cenných papírů,
- zajišťuje účastníkům zvýšený příjem ve stáří.

Ovšem penzijní připojištění vykazuje i **negativní charakteristiky**:

- účastník penzijního připojištění podstupuje veškerá investiční rizika v případě krachu penzijního fondu,
- penzijní fondy doposud nedokázaly oslovit mladou generaci.

Shrnutí kapitoly

Významným subjektem na finančních trzích se v posledních letech stávají subjekty kolektivního investování. Investiční společnost je právnická osoba, jejímž předmětem podnikání je kolektivní investování. Podílový fond nemá na rozdíl od investičního fondu právní subjektivitu. Je zakládán investiční společností, která obvykle také spravuje jeho majetek.

Pojišťovny, jako další subjekt, jsou významnou institucí, které plní určité úkoly a díky svým funkcím mají své nezastupitelné místo na finančním trhu.

Penzijní fondy jsou specializované instituce, které zprostředkovávají penzijní připojištění, tedy jakýsi způsob zabezpečení na stáří.

Na českém kapitálovém trhu plní nezastupitelnou roli i obchodníci s cennými papíry, ti mohou při poskytování svých služeb vystupovat jako broker nebo jako dealer, případně mohou vystupovat v obou rolích.

Otázky k zamyšlení

1. Jak je definováno kolektivní investování?
2. Charakterizujte podílový fond.
3. Definujte rozdíl mezi otevřeným a uzavřeným podílovým fondem.
4. Vysvětlete standardní a speciální fond.
5. Jaké znáte obchodníky s cennými papíry, jakou vykonávají činnost?
6. Jaké hlavní investiční služby, u obchodníků s cennými papíry, znáte?
7. Definujte hlavní úkoly komerční pojišťovny.
8. Charakterizujte pojistně technické rezervy a principy jejich umístění.
9. Vysvětlete princip solidárnosti, podmíněné návratnosti a neekvivalentnosti v pojištění.
10. Co je to penzijní fond, jak se zakládá?
11. Co je to penzijní připojištění, jaké jsou jeho výhody a co rozumíte pod pojmem penzijní plán?

Pojmy k zapamatování

- kolektivní investování,
- investiční společnost,
- podílový fond,
- otevřený fond,
- uzavřený fond,
- dealer,
- broker,
- pojišťovna,
- úkoly pojišťovny,
- pojistně technické rezervy,
- pojišťovací činnost,
- pojišťovací zprostředkovatel,
- ukazatelé pojistného trhu,
- penzijní fond,
- penzijní připojištění.

5 ČASOVÁ HODNOTA PENĚŽ

Cíl kapitoly

Po nastudování předložené kapitoly pochopíte funkci úrokové míry v ekonomice, poznáte rozdíly mezi diskontní sazbou, repo sazbou a lombardní sazbou. Budete umět vysvětlit podstatu fungování mezibankovních úrokových sazeb a reálné úrokové míry. Po nastudování kapitoly budete rozumět jednoduchému a složenému úročení a poznáte pojem „efektivní úroková míra“. Dále se seznámíte se současnou a budoucí hodnotou annuity a blíže s hypotečním úvěrem, resp. s umořováním dluhu a amortizací.

Časová zátěž

Prostudování této kapitoly věnujte pátý týden výuky v rozsahu 8 hodin.

5.1 Úrokové míry v ekonomice

Finanční rozhodování všech ekonomických subjektů, zejména rozhodování dlouhodobého charakteru, je ovlivněno časem. Peněžní prostředky, které máme k dispozici okamžitě, nejsou ekvivalentní se stejnými peněžními prostředky, které získáme v budoucnosti. Peníze, kterými disponujeme v současnosti, mají pro nás větší hodnotu, než tytéž peníze, získané v budoucnosti. Je tomu tak proto, že současné peněžní prostředky můžeme finančně investovat a získat tak úrokové nebo jiné výnosy. Proto je třeba při finančním rozhodování respektovat faktor času.

Úrok je z kvantitativního hlediska rozdílem mezi vypůjčenou a vrácenou částkou kapitálu.

Úročení je způsob započítávání úroků k zapůjčenému kapitálu

Úroková míra je podíl odměny za zapůjčení kapitálu k celkové výši zapůjčeného kapitálu.

Úroková sazba je konkrétní úroková míra pro určitou operaci.

Úroková míra závisí na celé řadě faktorů. K nejdůležitějším můžeme zařadit:

- úrokovou sazbu centrální banky,
- mezibankovní úrokovou míru,
- strategii banky,
- riziko půjčky,
- dobu splatnosti půjčky,
- objem zapůjčeného kapitálu,
- daňovou politiku státu.

Reálná úroková míra

Při finančním rozhodování je nutné mít na paměti také inflaci, která je součástí ekonomického prostředí a ovlivňuje budoucí hodnotu investice. Inflací rozumíme znehodnocování peněz v důsledku růstu cen, příp. cenové hladiny.

Inflace výrazně ovlivňuje míru výnosu z podnikatelské i investiční činnosti. Z tohoto důvodu je potřeba rozlišovat mezi nominální úrokovou mírou (i_{nom}) a reálnou úrokovou mírou (i_{real}). Nominální úroková míra nerespektuje míru inflace v daném období, oproti tomu reálná úroková míra v sobě odráží jak nominální úrokovou míru, tak také příslušnou míru inflace.

$$i_{real} = \frac{i_{nom} - i_{infl}}{1 + i_{infl}},$$

kde i_{real} ... reálná úroková míra,

i_{nom} ... nominální úroková míra,

i_{infl} ... míra inflace.

Poznámka: pro nízké míry inflace je možné zjednodušení, podle kterého $i_{real} \approx i_{nom} - i_{infl}$

Příklad

Jaká je výše reálné úrokové míry, pokud víme, že nominální úroková míra je 5 % a míra inflace je 3 %.

$$i_{real} = \frac{i_{nom} - i_{infl}}{1 + i_{infl}} = \frac{0,05 - 0,03}{1 + 0,03} = 0,0194, \text{ tj. } 1,94 \%$$

Využitím zjednodušeného výpočtu bychom obdrželi:

$$i_{real} \approx i_{nom} - i_{infl} \approx 0,05 - 0,03 \approx 0,02, \text{ tj. } 2 \%$$

Fisherova rovnice

Reálná úroková míra je definována prostřednictvím Fisherovy rovnice. Irving Fisher patřil k předním monetárním ekonomům první poloviny 20. století⁶¹. Fisherova rovnice říká, že nominální úroková míra i je rovna reálné úrokové míře i_r po přičtení očekávané míry inflace π^e .⁶²

Základní tvar Fisherovy rovnice je tedy: $i = i_r + \pi^e$.

Úpravou pak lze získat výši reálné úrokové míry: $i_r = i - \pi^e$.

Příklad

Jaká je výše reálné úrokové míry, pokud víme, že nominální úroková míra je 8 % a očekávaná míra inflace v daném roce je 10 %.

Vycházíme z Fisherovy rovnice:

$$i_r = i - \pi^e$$

Po dosazení získáme $i_r = 0,08 - 0,1 = -0,02$, tj. -2 %

V tomto případě je tedy reálný výnos záporný ve výši -2 %.

V případě nízké (příp. záporné) reálné úrokové míry roste zájem dlužníků o získání úvěru, naopak klesá motivace věřitelů tyto úvěry poskytovat. Reálná úroková míra je důležitým indikátorem pro zjištění skutečných nákladů spojených s úvěry a odráží, jak se bude vyvíjet motivace subjektů pro poskytování a přijímání úvěrů, resp. motivace ke spoření a investování.

⁶¹ MISHKIN, F. S.; EAKINS, S. G. *Financial markets and institutions*. 6th ed. Boston : Pearson Prentice Hall, 2009, s. 53.

⁶² Jedná se o určité zjednodušení, přesné vyjádření Fisherovy rovnice je $i = i_r + \pi^e + (i_r \cdot \pi^e)$.

5.2 Jednoduché úročení

Při jednoduchém úročení se úroky k původnímu kapitálu nepřidávají a dále se neúročí. To znamená, že výpočet úroků vychází stále ze stejného základu. Toto jednoduché úročení se používá nejčastěji v situaci, kdy doba půjčky (vkladu, investice, úvěru) není delší než jeden rok.

Jednoduchý úrok vypočítáme:

$$u = P \cdot i \cdot t,$$

kde u ...představuje jednoduchý úrok,

P ...je základ (kapitál, jistina),

i ...roční úroková sazba vyjádřená jako desetinné číslo,

t ...je doba půjčky vyjádřená v letech

Příklad

Banka poskytla úvěr v hodnotě 1 000 000 Kč na dobu 5 měsíců. Jakou částku musí dlužník vrátit bance, pokud si banka účtuje úrokovou sazbu 8 % p.a.?

Výši úroku z úvěru získáme z předchozího vzorce:

$$u = P \cdot i \cdot t = 1.000.000 \cdot 0,08 \cdot \frac{5}{12} \approx 33.333,4$$

Dlužník musí po 5 měsících vrátit půjčenou částku a úrok:

$$1\,000\,000 + 33\,333,4 = 1\,033\,333,4 \text{ Kč.}$$

Stejný výsledek získáme i použitím vzorce pro výpočet budoucí hodnoty splátky:

$$P_n = P \cdot (1 + i \cdot t) = 1.000.000 \cdot \left(1 + 0,08 \cdot \frac{5}{12}\right) \approx 1.033.333,4.$$

Diskont

V případě krátkodobé půjčky nebo například při transakcích s cennými papíry (směnkami nebo např. depozitními certifikáty) je cena krátkodobé půjčky v praxi založena nikoli na základu P tak, jak jsme používali v případě jednoduchého úročení, ale na splatné částce P_n .

V takovém případě nehovoříme o úroku, ale o diskontu.

Diskont vypočítáme:

$$D = P_n \cdot i_d \cdot t,$$

kde D ... je diskont,

P_n ...je splatná částka / budoucí hodnota kapitálu,

i_d ...je roční diskontní sazba vyjádřená desetinným místem,

t ...je doba půjčky vyjádřena v letech.

5.3 Složené úročení

Na rozdíl od jednoduchého úročení, kdy se nemění základ, ze kterého se úrok počítá, se v případě složeného úročení úroky přidávají k původnímu kapitálu a počítají se tzv. úroky z úroků.

Budoucí hodnota kapitálu neboli splatná částka je rovna:

$$P_n = P \cdot (1 + i)^n,$$

kde P_n ... je budoucí hodnota kapitálu / splatná částka,

P ... základ (úročený kapitál) / jistina,

i ... roční úroková míra vyjádřená desetinným číslem,

n ... počet období úročení.

Příklad

Klient si uložil na spořicí účet částku 10 000 Kč. Jaká bude částka na účtu po dvou letech, pokud víme, že úroky jsou připisovány jednou ročně a úroková míra je 10 % p.a.?

$$P_n = P \cdot (1 + i)^n = 10.000 \cdot (1 + 0,1)^2 = 12.100 \text{ Kč}$$

Efektivní úroková míra (roční)

Jelikož může docházet k různým kombinacím připisování úroků při různých úrovních úrokové míry, je vhodné mít veličinu, která by nám umožnila srovnat jednotlivé produkty s odlišnou četností připisování úroků a úrokové míry. Touto veličinou je tzv. efektivní úroková míra.

Efektivní úroková míra stanovuje, jak velká roční nominální úroková míra při ročním skládání odpovídá roční nominální úrokové míře při denním, měsíčním či jiném skládání.

Při porovnání úrokových měr s různým skládáním úroků využíváme vztah:

$$i_{\text{efekt}} = \left(1 + \frac{i}{m}\right)^m - 1,$$

kde i_{efekt} ... roční efektivní úroková míra,

i ... roční nominální úroková míra,

m ... četnost skládání úroků.

5.4 Současná a budoucí hodnota annuity

Ve finanční praxi je běžné, že po určitou dobu probíhá v pravidelných časových intervalech řada plateb. Výše těchto plateb zůstává nominálně stejná, případně se mění podle určitého schématu. V takovém případě hovoříme o anuitních platbách (důchodu, anuitě), které mohou mít formu například pravidelného měsíčního pobírání starobního důchodu, měsíčního splácení hypotéky nebo ročního příjmu dividend plynoucích z vlastnictví akcií.

Současná hodnota polhůtní anuity, kdy se platba provádí vždy na konci výplatního období:

$$PVA = P \cdot \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \text{ resp.}$$

$$P = PVA \cdot \frac{i}{1 - (1 + i)^{-n}},$$

kde PVA ... současná hodnota anuity,

P ... výše anuitní platby,

n ... počet období,

i ... úroková míra.

Současná hodnota předlhůtní anuity, kdy platba se provádí vždy na počátku výplatního období:

$$PVA = P \cdot \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \cdot (1 + i) \text{ resp.}$$

$$P = PVA \cdot \frac{i}{1 - (1 + i)^{-n}} \cdot \frac{1}{(1 + i)},$$

kde jednotlivé veličiny jsou shodné jako v předchozím příkladě.

Budoucí hodnota polhůtní anuity:

$$FVA = P \cdot \frac{(1 + i)^n - 1}{i}, \text{ resp.}$$

$$P = FVA \cdot \frac{i}{(1 + i)^n - 1},$$

kde FVA ... budoucí hodnota anuity,

P ... výše anuitní platby,

n ... počet období a

i ... úroková míra.

Budoucí hodnota předlhůtní anuity:

$$FVA = P \cdot \frac{(1 + i)^n - 1}{i} \cdot (1 + i) \text{ resp.}$$

$$P = FVA \cdot \frac{i}{(1 + i)^n - 1} \cdot \frac{1}{1 + i},$$

kde jednotlivé proměnné jsou shodné jako předchozím příkladě.

Příklad

Klient zamýšlí koupit nemovitost za 2 500 000 Kč, při uzavření smlouvy platí hotově 500 000 Kč, zbytek splatí v měsíčních hypotečních splátkách vždy na konci měsíce během následujících 20 let. Kolik činí měsíční splátka, pokud byl hypoteční úvěr poskytnut s úrokovou sazbou 6 % p.a.

Roční úroková sazba 6 % odpovídá měsíční úrokové sazbě ve výši 0,5 % (podle 6 % /12 = 0,5 %)

Dále postupujeme podle vzorce pro výpočet současné hodnoty polhůtní anuity:

$$PVA = P \cdot \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}.$$

Po dosazení do vzorce získáme:

$$2.000.000 = P \cdot \frac{1 - (1 + 0,005)^{-240}}{0,005}.$$

$$P = 14.328,6 \text{ Kč},$$

Měsíční splátka při zadaných údajích činí 14.328, 6 Kč.

Shrnutí kapitoly

Ekonomické subjekty a jejich finanční rozhodování, zejména dlouhodobého charakteru, je ovlivněno časem. Peněžní prostředky, které máme k dispozici v daném okamžiku, nemohou být ekvivalentní s peněžními prostředky, které budeme mít k dispozici v budoucnosti.

Úrok, z hlediska věřitele, představuje odměnu za dočasné poskytnutí peněz jinému subjektu, z hlediska dlužníka, představuje úrok cenu za získání úvěru.

Při finančním rozhodování je nutné mít na paměti také inflaci, která je součástí ekonomického prostředí a ovlivňuje budoucí hodnotu investice. Inflací rozumíme znehodnocování peněz v důsledku růstu cen, příp. cenové hladiny.

Výnosy z investice jsou většinou tvořeny systémem peněžních toků, které jsou rozloženy v čase.

Otázky k zamyšlení

1. Co je to úrok?
2. Vysvětlete pojem úročení.
3. Co je to úroková míra?
4. Co je to úroková sazba?
5. Jaký je rozdíl mezi jednoduchým a složeným úročením?
6. Vysvětlete pojem efektivní úroková míra.

Pojmy k zapamatování

- úrok,
- úročení,
- úroková míra,
- úroková sazba,
- diskontní sazba,

- repo sazba,
- lombardní sazba,
- vývoj úrokových sazeb ČNB,
- reálná úroková míra,
- Fischerova rovnice,
- jednoduché úročení,
- diskont,
- složené úročení,
- efektivní úroková míra,
- anuita.

6 OSOBNÍ FINANCE A INVESTIČNÍ MOŽNOSTI

Cíl kapitoly

V této kapitole se studenti seznámí s osobními financemi, s jejich fázemi podle věku, osobním finančním plánováním, jeho záběrem a fázemi. Věnovat se budeme také jednotlivým investičním strategiím. V závěru kapitoly si pak představíme základní investiční pravidla, zásady a doporučení.

Časová zátěž

Tuto kapitolu doporučujeme studovat v šestém a sedmém týdnu semestru v celkovém rozsahu 16 hodin.

6.1 Vymezení osobních financí

Osobní finance představují aplikaci principů finanční ekonomie na individuální a rodinná finanční rozhodnutí. Asi nejlépe si problematiku osobních financí přiblížíme prostřednictvím otázek, na něž hledají jednotlivci odpovědi. K základním otázkám patří:⁶³

- Jak vysoké jsou měsíční (roční) příjmy Vás a Vaší rodiny? Z čeho se skládají? Jak se bude jejich výše měnit v budoucnosti?
- Je možné zvýšit Vaše příjmy? Pokud ano, tak jakým způsobem a o kolik?

A analogicky:

- Jak vysoké jsou měsíční (roční) výdaje Vás a Vaší rodiny? Jaká je jejich struktura? Jak se bude měnit jejich výše v budoucnosti?
- Je možné Vaše výdaje snížit? Pokud ano, tak jakým způsobem a o kolik?
- Jakým způsobem Vaše příjmy co nejlépe využít?

Osobní finance však řeší např. i to:

- Kolik jste schopni ušetřit – za měsíc, za rok, za celý život? A jakým způsobem bude pro vás nejlepší zhodnocovat ušetřené finanční prostředky?
- Kolik peněz budete potřebovat na výchovu a vzdělání svých dětí?
- Kolik peněz budete mít k dispozici při odchodu do důchodu? Jak vysoké budou v důchodu vaše příjmy? Budou vám stačit na pokrytí vašich výdajů? Nebo budete potřebovat více? A kolik to bude?
- Jak zvládnout současná i budoucí rizika?
- Jak vysoký je váš majetek a jak vysoké jsou vaše závazky? A je možné se ještě více zadlužit? Případně do jaké výše?

Při hledání odpovědí na tyto a další otázky osobních financí je žádoucí, a v řadě případů i nezbytně nutné, získat podrobný přehled o příjmech, výdajích, majetku a závazcích jednotlivce či celé jeho rodiny. Toho lze docílit sestavením a následnou analýzou dvou základních dokumentů osobních financí, a to výkazu příjmů a výdajů a rozvahy.

⁶³ FILIP, Miloš. Osobní a rodinné bohatství: Kam s penězi. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, str. 188 - 189.

Výkaz příjmů a výdajů přináší klíčové informace o výši a struktuře příjmů a výdajů daného jedince či celé jeho rodiny. Rozvaha nás pak detailně seznamuje s výší a strukturou majetku daného člověka, či jeho rodiny, a zdroji jeho financování.

Osobní finance se tedy zabývají pohybem peněz, majetku a zdrojů jeho financování na úrovni každého jednotlivce, resp. jeho rodiny. Podobně jako podniky, i jednotlivci se dostávají do různorodých peněžních vztahů s ostatními jednotlivci, zaměstnavateli, různými podnikatelskými subjekty a státem.

Hlavním cílem osobních financí pak je, podobně jako u financí podnikových, snaha o maximalizaci tržní hodnoty osobního majetku. Cílem každého jednotlivce je snaha o jeho dlouhodobou prosperitu a zajištění dlouhodobě vysoké (zvyšující se) životní úrovně.

6.2 Fáze osobních financí podle věku

Váš osobní statut a potřeba peněz se budou během Vašeho života pravděpodobně měnit, především v souvislosti se změnou (změnami) Vašeho rodinného stavu a s Vaším věkem. Postupně můžete vystupovat v roli svobodného mladého člověka, zakladatele rodiny, rodiče a na konec snad spokojeného důchodce. Vaše potřeby a nároky na osobní finance se budou v jednotlivých životních etapách vyvíjet.⁶⁴ V teorii i praxi osobních financí se můžeme setkat s různými vymezeními fází osobních financí podle věku. Např. Filip⁶⁵ uvádí dělení osobních a rodinných financí podle věku na fázi nízkých úspor, fázi výpůjček, fázi investic a fázi čerpání vytvořeného majetku.

6.3 Osobní finanční plánování

Cílem osobního finančního plánování je vytvoření rovnováhy mezi Vašimi budoucími finančními cíli a současnými a očekávanými zdroji, a v návaznosti na to nalezení nejefektivnější cesty k dosažení vytyčených cílů, která vychází z možností, které nabízí finanční trh.⁶⁶ Záběr osobního finančního plánování je široký, jeho výsledkem by měla být optimalizace tří oblastí, a to portfolia spoření a investování, portfolia cizích zdrojů a krytí rizik.⁶⁷ Součástí finančního plánu by mělo být ošetření Vašich osobních rizik, plánování nezávislého penzijního věku, plán vzdělání Vašich dětí, plán investic a plán dědictví.⁶⁸

Osobní finanční plán je výsledkem osobního finančního plánování, které si můžeme obecně rozdělit do pěti základních fází, a to na analýzu finanční situace, definici cílů, vytvoření finančního plánu, realizaci finančního plánu, monitorování a revizi finančního plánu.⁶⁹ Osobní finanční plánování je přitom ve své podstatě vlastně nekonečný proces. Během života tak rozhodně nestačí projít si toto „kolečko“ pouze jednou, ale je třeba pravidelně monitorovat změny, ke kterým dochází a následně pak v souladu s nimi revidovat již dříve vytvořený osobní finanční plán.

⁶⁴ FILIP, Miloš. Osobní a rodinné bohatství: Kam s penězi. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, str. 218.

⁶⁵ FILIP, Miloš. Osobní a rodinné bohatství: Kam s penězi. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, str. 220 - 222.

⁶⁶ SYROVÝ, Petr, NOVOTNÝ, Martin. Osobní a rodinné finance. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2003, str. 10.

⁶⁷ SYROVÝ, Petr, NOVOTNÝ, Martin. Osobní a rodinné finance. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2003, str. 10 - 11.

⁶⁸ FILIP, Miloš. Osobní a rodinné bohatství: Kam s penězi. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, str. 297.

⁶⁹ FILIP, Miloš. Osobní a rodinné bohatství: Kam s penězi. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, str. 275 – 324 a SYROVÝ, Petr, NOVOTNÝ, Martin. Osobní a rodinné finance. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2003, str. 12 – 15.

6.4 Investování, investiční strategie a možnosti

Jednou z důležitých součástí každého finančního plánu je investiční plán⁷⁰, který odpovídá na otázky: Jakou cílovou částku bude jednotlivec potřebovat ke splnění svých cílů? Je po finanční stránce možné dosáhnout stanovených cílů nebo je nutné je přehodnotit a upravit? Kolik by mohlo být měsíčně ušetřeno a investováno? A do jakých aktiv a s jakým rizikem má být investováno?

A jaký je pak tedy vztah mezi investičním plánem a investiční strategií? Investiční strategie řídí plán investic. Tzn., že odpovídá na otázky typu: Jaké investiční instrumenty nakoupit a proč? Jak dlouho je držet? Kdy a proč je prodat? Investiční plán je tak možné realizovat implementací jedné nebo několika investičních strategií, přičemž v průběhu plánování investic by měla být vždy zvolena taková investiční strategie, která nejspíše povede k dosažení daného cíle. Jednotlivé investiční strategie se od sebe liší investičními cíli a investičními omezeními. Pokud jde o investiční cíle, každá investiční strategie stojí na výnosu a riziku. Z nejčastějších investičních omezení můžeme zmínit časový horizont, regulatorní a zákonná omezení, daňové aspekty investování a požadavky na likviditu. Při investičním plánování je tak pro daného jedince, příp. rodinu hledána optimální investiční strategie, která povede co nejlépe ke splnění osobních a rodinných cílů. Při realizaci dané investiční strategie je pak dále třeba vybrat také nejvhodnější investiční instrumenty, které jsou na trhu k dispozici. Při jejich výběru je nutné pečlivě zvážit, jak budou splňovat investiční cíle a jak vyhovují omezením vybrané investiční strategie.⁷¹

Při volbě investiční strategie je důležité se rozhodnout, zda chceme investovat pasivně nebo aktivně. Aktivní a pasivní investování představují dva zcela odlišné přístupy k investování. Zastánci aktivního investování se snaží obchodováním tzv. porazit trh (resp. benchmark), tj. dosáhnout vyšší výnosnosti, než je výnosnost daného trhu. Naopak v případě pasivního investování je cílem dosáhnout stejného výnosu jako daný trh. Zastánci pasivního investování spoléhají na dlouhodobý růstový trend investičních nástrojů a nesnaží se porazit trh vlastním obchodováním.

Podle toho, jak investor orientuje výnosy a příjmy svého portfolia, můžeme aktivní investiční strategie rozdělit na:⁷²

- *strategii růstovou* – strategie, která se zaměřuje na dlouhodobé zhodnocení kapitálu a jeho maximální růst na finančních trzích v průběhu času.
- *strategii ochrany kapitálu* – strategie, která by měla omezit možnou ztrátu celkové hodnoty investice a současně udržet určitou požadovanou úroveň výnosů.
- *příjmovou strategii* – strategie, jejímž cílem je získat z investice pravidelný „příliv“ hotovosti.
- *strategii orientace na celkový výnos* – strategie, která je ve své podstatě kombinací strategie růstové a příjmové.

6.5 Investiční instrumenty a riziko

V kapitole věnované finančním trhům jsme se seznámili s investičními instrumenty a magickým trojúhelníkem investování, který je tvořen výnosem, rizikem a likviditou. Riziko

⁷⁰ Než se pustíte do samotného investování, měli byste mít stabilizovanou Vaši současnou životní úroveň, ošetřená všechna potenciální rizika, zajištěné splácení případných dluhů a vytvořenou určitou finanční rezervu.

⁷¹ FILIP, Miloš. Osobní a rodinné bohatství: Kam s penězi. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, str. 309, 407 – 409.

⁷² FILIP, Miloš. Osobní a rodinné bohatství: Jak chytře investovat. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, str. 61 – 65.

jsme si definovali jako nebezpečí, že se skutečná výnosová míra investičního instrumentu odchýlí od výnosové míry očekávané⁷³. V reálném životě je možné se při investování setkat s celou řadou různých finančních rizik⁷⁴, k základním z nich patří:⁷⁵

- **úvěrové riziko** – riziko ztráty věřitele v případě, že dlužník nedostojí svým závazkům podle podmínek kontraktu,
- **tržní riziko** – riziko, které souvisí s pohybem cen na finančních trzích, patří sem např. úrokové riziko (riziko ztráty v případě změny úrokových sazeb) či akciové riziko (riziko ztráty v případě změny cen akcií),
- **riziko likvidity**
- **riziko tržní likvidity** – riziko ztráty v případě malé likvidity trhu,
- **riziko cash-flow** – riziko ztráty v případě momentální platební neschopnosti,
- **operační riziko** – riziko ztráty v případě lidských chyb, podvodů nebo nedostatků informačních systémů,
- **právní riziko** – riziko ztráty v případě právní neprosaditelnosti kontraktu.

6.6 Základní investiční zásady, pravidla a doporučení

Ať již se rozhodnete vložit své finanční prostředky do jakéhokoliv investičního nástroje, měli byste vždy dodržovat základní investiční zásady a pravidla:⁷⁶

- *Nesázet vše na jednu kartu.* Je vhodné rozptýlit své finanční prostředky do více investičních instrumentů, tzv. diverzifikovat.
- *Emoce stranou.* Necháte-li se strhnout, vaše investice nemusí ani zdaleka dosáhnout očekávaného výsledku a může tak napáchat více škody než užitku. Řiďte se proto raději rozumem.
- *Počítejte s neúspěchy.* Ne vždy musí vyjít vše podle vašich představ. Důležité je však poučit se z vlastních chyb a příště se jich vyvarovat.
- *Nedělejte unáhlená rozhodnutí.* Mějte na paměti, že jde zpravidla o dlouhodobý proces, proto je vždy vhodné investici nejprve dobře promyslet.
- *Nepřeceňujte své investiční síly.* Vždy si ponechte k dispozici určitou finanční rezervu pro případ náhlých, neočekávaných výdajů. V opačném případě by se mohlo stát, že budete nuceni svou investici prodat v době, kdy to bude nejméně vhodné.
- *Pamatujte na riziko.* Každá investice s sebou nese určité riziko, ať již větší nebo menší.

V této souvislosti můžeme zmínit i tzv. „**Desatero investora**“, které obsahuje základní doporučení pro investory (upozorňují i na další potenciální problémy spojené s investováním):⁷⁷

- Nejednejte s firmou, která nemá patřičné povolení.
- Nekupujte cenné papíry, ani jiné investiční instrumenty, v nevyžádané poště nebo po telefonu neznámým volajícím, ani se k tomu nenechte přemluvit.

⁷³ V zásadě ať již v pozitivním slova smyslu či negativním.

⁷⁴ Podrobně se této problematice věnuje např. JÍLEK, J. *Finanční rizika*. Praha: Grada, 2000.

⁷⁵ JÍLEK, J. *Finanční trhy*. Praha : Grada Publishing, 1997, s. 65 – 66.

⁷⁶ Finance.cz: Základní pravidla: Investiční zásady. Dostupné na: <<http://www.finance.cz/kapitalovy-trh/informace/investovani/zasady/>>.

⁷⁷ Česká národní banka: Umění investovat. Dostupné na: <http://www.cnb.cz/export/CZ/Publikace_zpravy_a_vestnik/Publikace.page>, s. 23.

- Neinvestujte své peníze do něčeho, čemu nerozumíte.
- Nečekejte, že se vám investované finanční prostředky určitě v plné výši vrátí. Hodnota investice může i klesnout.
- Nedůvěřujte nabídkám na rychlý zisk nebo na neobvykle vysoké výnosy. Vysoké výnosy znamenají vysoké riziko.
- Zvažte svůj postoj k riziku. Různé investice přinášejí různý stupeň rizika.
- Zhodnoťte, co je vaším cílem. Chcete udržet krok s inflací? Chcete dosáhnout co největšího zhodnocení svých peněz? Na jak dlouho si můžete dovolit své finanční prostředky blokovat?
- Porovnávejte výše poplatků.
- Zvažujte, zda osoba, která vám poskytuje rady, vám je poskytuje nestranně. Pokud se jedná o reklamu, mějte na paměti, že reklama má tendenci zvýrazňovat výhody a potlačovat nevýhody nabízených produktů.
- Pečlivě si uschovávejte kopie veškerých smluv a dokumentů, včetně korespondence s příslušnou firmou. Před podpisem smlouvy si ji vždy důkladně přečtěte a dbejte na to, abyste všemu rozuměli.

Shrnutí kapitoly

Osobní finance představují aplikaci principů finanční ekonomie na individuální a rodinná finanční rozhodnutí. Osobní finance se zabývají pohybem peněz, majetku a zdrojů jeho financování na úrovni každého jednotlivce, resp. jeho rodiny. Hlavním cílem osobních financí pak je, podobně jako u financí podnikových, snaha o maximalizaci tržní hodnoty osobního majetku. Cílem každého jednotlivce je snaha o jeho dlouhodobou prosperitu a zajištění dlouhodobě vysoké (zvyšující se) životní úrovně.

Osobní finance můžeme podle věku rozdělit na čtyři základní fáze, a to na fázi nízkých úspor, fázi výpůjček, fázi investic a fázi čerpání vytvořeného majetku. Neodmyslitelnou součástí osobních financí je osobní finanční plánování, jehož cílem je vytvoření rovnováhy mezi Vašimi budoucími finančními cíli a současnými a očekávanými zdroji a v návaznosti na to nalezení nejefektivnější cesty k dosažení vytyčených cílů, která vychází z možností, které nabízí finanční trh. Jeho výsledkem by měla být optimalizace tří oblastí, a to portfolia spoření a investování, portfolia cizích zdrojů a krytí rizik. Důležitou součástí každého finančního plánu je investiční plán, který je možné realizovat implementací jedné nebo několika investičních strategií, přičemž v průběhu plánování investic by měla být vždy zvolena taková investiční strategie, která nejspíše povede k dosažení daného cíle.

Otázky k zamyšlení

1. Definujte osobní finance a uveďte, co je jejich hlavním cílem.
2. Vyjmenujte jednotlivé fáze osobních financí podle věku.
3. Uveďte, co je cílem osobního finančního plánování.
4. Uveďte, jaké základní oblasti by měl řešit osobní finanční plán.
5. Vyjmenujte základní fáze osobního finančního plánování.
6. Vysvětlete význam monitorování a revize osobního finančního plánu.
7. Zamyslete se nad vztahem investičního plánu a investiční strategie.
8. Vysvětlete rozdíl mezi aktivní a pasivní investiční strategií.
9. Vysvětlete rozdíl mezi růstovou a příjmovou investiční strategií.

10. Uveďte základní investiční zásady.

Pojmy k zapamatování

- osobní finance
- výkaz příjmů a výdajů
- rozvaha
- fáze osobních financí podle věku
- osobní finanční plán
- investiční plán
- investiční strategie
- aktivní investování
- pasivní investování
- finanční rizika
- investiční zásady, pravidla a doporučení

7 PODNIKOVÉ FINANCE

Cíl kapitoly

Po nastudování následující kapitoly porozumíte základním principům podnikových financí a hlavním cílům, které podniky sledují. V této kapitole se budeme zabývat také principy finančního řízení podniku, jeho majetkovou a finanční strukturou a otázkami optimalizace finanční struktury podniku.

Časová zátěž

Prostudování této kapitoly věnujte osmý týden výuky v celkovém rozsahu 8 hodin.

7.1 Cíle a principy podnikových financí

Podnikové finance zobrazují pohyby peněžních prostředků, podnikového kapitálu a finančních zdrojů, při nichž se podnik dostává do různých kvantitativních i kvalitativních peněžních vztahů s ostatními podnikatelskými subjekty, zaměstnanci a státem.⁷⁸ Pro další pochopení podnikových financí je potřeba definovat následující pojmy:

- **Peněžní prostředky** podniku představují vysoce likvidní finanční aktiva podniku: hotovost a vklady na bankovních účtech. Jejich hlavní funkcí je zabezpečit likviditu neboli platební schopnost podniku.
- **Podnikový kapitál** představuje souhrn všech peněz vázaných v celkovém majetku podniku k určitému okamžiku. Jeho struktura zachycuje způsob financování podniku („nabytí majetku podniku z finančního hlediska“).⁷⁹ Hlavní úlohou podnikového kapitálu je zajišťovat obnovu a přírůstek majetku podniku s co nejnižšími průměrnými náklady na pořízení kapitálu. Tím se vytváří optimální finanční struktura podniku.
- **Podnikový majetek** představuje soubor hmotných i nehmotných statků (aktiv), které podnik vlastní za účelem jejich zhodnocování, podnikání a organizace své činnosti. Dělíme ho na dlouhodobý majetek (hmotný, nehmotný, finanční) a krátkodobý majetek.
- **Finanční zdroje** jsou zdroje pro tvorbu peněžních prostředků a podnikového kapitálu. Finanční zdroje jsou souhrnem peněz, které podnik získá během určitého období prodejem svých výrobků, služeb, svého nepeněžního majetku, růstem různých forem vlastního kapitálu, dluhů, příp. formou dotací. Za specifický finanční zdroj je možné považovat i leasing a různé formy záloh od odběratelů. Finanční zdroje jsou východiskem pro hodnocení finanční situace podniku. Při finanční analýze podniku (při hodnocení jeho finanční rovnováhy) se porovnává výše finančních zdrojů, jejich struktura a jejich poměr k finančním potřebám.

V souvislosti s fungováním podniku dochází k neustálému pohybu peněžních prostředků, podnikového kapitálu i finančních zdrojů. Neustále se na jedné straně vytvářejí nové peněžní prostředky, podnikový kapitál i finanční zdroje. Na druhé straně dochází k jejich rozdělování a užití (investování).

⁷⁸ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. přeprac a rozš.vyd. vyd. Praha: Ekopress, 2010, s. 14.

⁷⁹ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. přeprac a rozš.vyd. vyd. Praha: Ekopress, 2010, s. 13.

Při tomto pohybu peněžních prostředků, podnikového kapitálu a finančních zdrojů podnik vstupuje do peněžních vztahů s ostatními výrobními a obchodními podniky, zaměstnanci, bankovními a finančními institucemi a státem. V těchto vztazích nejde jen o jejich kvantitativní stránku, ale i o jejich finanční řízení.⁸⁰

Cíle podnikových financí

Jako hlavní cíl podniku je nejčastěji uváděna, především v mikroekonomické teorii, *maximalizace zisku*. Tento přístup stanovení hlavního cíle podniku je v dnešní době často kritizován, a to z následujících důvodů:

- Maximalizace zisku je významný cíl podnikání, nikoliv však cíl jediný. Analýzy reálného chování podniků dokazují spíše multikriteriální rozhodování a sledování několika cílů (např. tržní podíl, výnosnost investic, dobrou pověst firmy...).
- Jedná se o statický přístup, který nebere v úvahu faktor času, nerozlišuje, v kterém okamžiku bylo zisku dosaženo, nerozlišuje krátkodobé a dlouhodobé zisky. Je proto zdůrazňována potřeba aktualizovat zisky s ohledem na čas.
- Zisk podniku vykazovaný v účetnictví podniku je silně ovlivňován pojetím nákladů a výnosů, zvolenou metodou odepisování apod. Proto se klade důraz na využívání peněžních toků (cash flow) pro hodnocení výkonnosti podniků a také investičních projektů.
- Maximalizace zisku jako hlavní cíl podnikání nebere v úvahu různý stupeň rizika, s nímž je zisku dosahováno. Předpokládá, že vyšší zisk je dosahován při stejném stupni rizika. To je ale nereálný předpoklad – obvykle ziskovější alternativy podnikání přinášejí i vyšší riziko.

Z výše uvedených důvodů se v současné době za **hlavní cíl** v tržní ekonomice preferuje snaha o *maximalizaci tržní hodnoty* podniku, což v podmínkách akciové společnosti představuje maximalizaci tržní ceny akcií. Cílem všech podniků je tedy snaha o jejich dlouhodobou existenci a zajištění dlouhodobého rozvoje podniku, resp. snaha o dlouhodobou prosperitu podniku.⁸¹

Vedle tohoto hlavního cíle se podniky snaží o dosahování **dílčích finančních cílů**:

- Platební schopnost (likvidita) podniku, tj. schopnost podniku dostát svým závazkům včas a v plné výši.
- Rentabilita podniku, tj. schopnost podniku generovat realizací své činnosti zisk pro vlastníky v požadované výši.
- Finanční rovnováha (dlouhodobá finanční stabilita podniku) je podmíněna jak správnou finanční strukturou podniku, tak i správnou alokací finančních zdrojů, tj. optimální majetkovou strukturou podniku.

7.2 Finanční řízení podniku

Úkolem finančního řízení podniku je řídit finanční hospodaření podniku. Těžištěm finančního řízení je získávání potřebného množství peněz a kapitálu z různých finančních zdrojů (financování), jejich investování, resp. užití v souladu s cíli firmy, a konečně také rozdělování zisku (v podmínkách akciových společností se jedná o dividendovou politiku). Finanční řízení rovněž poskytuje všem zainteresovaným (vlastníkům, manažerům,

⁸⁰ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. přeprac a rozš.vyd. vyd. Praha: Ekopress, 2010, s. 14.

⁸¹ SPONER, M. *Firemní finance*. Brno: Masarykova univerzita, 2012.

pracovníkům, věřitelům, investorům) přehled o finanční situaci a finančních souvislostech hospodaření podniku.

Finanční řízení podniku je však daleko obsáhlejší a zabývá se těmito činnostmi:⁸²

- získáváním finančních zdrojů podniku – vlastního kapitálu upisováním (emisí) akcií, rozdělováním zisku, cizí zdroje formou čerpání bankovních úvěrů, emisí podnikových obligací apod.;
- řízením finanční struktury podniku – tj. volbou takové struktury zdrojů podniku, které nejlépe vyhovují struktuře podnikového majetku, a současně jsou optimální z hlediska nákladů na finanční zdroje, doby splatnosti a finančního rizika;
- řízením aktiv podniku – tj. řízením oběžných i dlouhodobých aktiv tak, aby bylo dosaženo co nejvyšší efektivity podnikání;
- investováním finančních zdrojů – do podnikatelských aktivit, dlouhodobého majetku, případně investováním volných finančních prostředků na kapitálových trzích s cílem dosáhnout co nejvyšší výnosnosti;
- vedením účetnictví a controllingem – každé řízení potřebuje informace. Účetnictví poskytuje informace o podnikových financích, majetku a je východiskem pro kontrolu procesů v podniku, finanční analýzu a měření výkonnosti podniku. Fungující controlling podporuje dosahování podnikových cílů a umožňuje odhalování slabých míst v činnosti podniku;
- finanční analýzou a měřením výkonnosti podniku – úspěšně se mohou rozvíjet jen ty podniky, které flexibilně reagují na změněné podmínky podnikání a které sledují a pravidelně vyhodnocují úroveň podnikové výkonnosti a investují do jejího zvyšování;
- finančním plánováním – plánování budoucího vývoje pomáhá odhalit rizika, která souvisejí s vývojem podniku;
- rozdělováním zisku – v neposlední řadě je potřeba vytvořený zisk podniku použít k odměňování vlastníků (dividendy, podíly na zisku), k tvorbě fondů ze zisku a k dalšímu rozvoji podniku.

Pro maximalizaci tržní hodnoty podniku je důležité kompetentní řízení podnikových financí při **respektování základních principů finančního řízení podniku**:

- optimalizace finanční struktury – Finanční struktura představuje strukturu financování podniku. Optimální finanční struktura je potom taková, při které jsou průměrné náklady na kapitál minimální, a tudíž tržní hodnota firmy bude maximální.⁸³ Optimalizací finanční struktury podniku se budeme zabývat v poslední části této kapitoly.
- princip cash flow neboli princip peněžních toků – Při finančním řízení jsou rozhodující konkrétní finanční toky peněžních prostředků (jejich příjmy a výdaje), nikoliv účetně vykazované výnosy a náklady. Finanční zdraví firmy závisí na její platební schopnosti. Podnik, který sice vykazuje zisk, ale nemá pohotové peněžní prostředky na úhradu svých závazků, se okamžitě dostává do problémů. Dostatečná likvidita podniku je z krátkodobého pohledu nejdůležitějším cílem podnikových financí.
- princip čisté současné hodnoty (Net Present Value) – znamená, že podnik užije své finanční zdroje jenom k takovým investicím, jejichž čistá současná hodnota bude pozitivní. Čistá současná hodnota je rozdíl mezi diskontovanými peněžními příjmy

⁸² VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. přeprac a rozš.vyd. vyd. Praha: Ekopress, 2010, s. 22.

⁸³ PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde nakladatelství, 2005, s. 173.

z investice a diskontovanými kapitálovými výdaji na investici (tudíž respektuje faktor času).

- respektování faktoru času – znamená respektovat a brát v potaz časovou hodnotu peněz (viz 5. kapitola této publikace).
- zohledňování rizika podnikání (risk management) – Dosahování zisků je spojené vždy s určitou mírou rizika. Pro výrobní podnik to např. znamená, že pokud méně riskantní investice do rozšíření produkce přinese stejný očekávaný zisk jako riskantnější investice do výroby nového produktu, rozhodne se podnik pro méně riskantní investici. Řízení rizika je v současné době při řízení společností nezbytné.

7.3 Majetková a finanční struktura podniku

Majetková struktura podniku představuje podrobnou strukturu aktiv podniku. Za aktivum se považuje takový majetek podniku, který pro podnik představuje budoucí ekonomický užitek.⁸⁴ Pokud se podíváme na stranu aktiv rozvahy, vidíme, že majetek podniku lze dělit z hlediska doby využití na dlouhodobý a krátkodobý.

- **Dlouhodobý majetek**
 - o dlouhodobý nehmotný majetek – know how podniku, goodwill, software, výsledky výzkumu, patenty;
 - o dlouhodobý hmotný majetek – pozemky, budovy, stavby, strojní a technické zařízení, inventář, umělecké a kulturní sbírky a předměty;
 - o dlouhodobý finanční majetek – cenné papíry a účasti se splatností nad 1 rok, poskytnuté půjčky se splatností nad 1 rok.
- **Krátkodobý majetek**
 - o zásoby zboží, materiálu, polotovarů, pomocných látek;
 - o krátkodobé pohledávky se splatností do jednoho roku;
 - o krátkodobý finanční majetek se splatností do jednoho roku;
 - o peněžní prostředky – pokladní hotovost, prostředky na běžných účtech.

Majetkovou strukturu ovlivňuje řada faktorů:

- Růst podnikových výkonů – zvyšuje požadavky na velikost majetku podniku při stejném stupni jeho využití a stejných cenách.
- Stupeň využití majetku – vyjadřuje se jako poměr podnikových výkonů za určité období k průměrnému stavu majetku. Stupeň využití majetku snižuje (zvyšuje) potřebu podnikového majetku.
- Cena majetku – působí na výši celkového majetku podniku přímo. Oceňování jednotlivých majetkových složek podniku ovlivňuje kvalitu účetních informací, závěry finanční analýzy a podnikové finanční plánování. Záměrné nadcenění majetku zvyšuje podnikový zisk. Podcenění majetku zisk snižuje, čímž ovlivňuje základ zdanění a vytváří skryté rezervy.

Struktura majetku závisí do značné míry na zaměření podniku. Pokud jde o obchodní firmu, bude majetková struktura jiná (větší objem oběžných aktiv) než u výrobního podniku, který potřebuje disponovat výrobními stroji a zařízeními, halami.

Dlouhodobý finanční majetek zahrnuje nakoupené cenné papíry s dobou splatnosti delší než jeden rok (akcie, obligace, vkladové listy), půjčky poskytnuté jiným subjektům, ale také

⁸⁴ SEDLÁČEK, J. *Základy finančního účetnictví*. Praha: Ekopress, 2005, s. 29.

nemovitosti či umělecká díla nakoupená za účelem dlouhodobějšího uložení a zhodnocení volných peněžních prostředků.

Krátkodobý finanční majetek je tvořen peněžními prostředky podniku, termínovými vklady a krátkodobými cennými papíry (směnky, pokladniční poukázky).

Smyslem finančního majetku podniku je krátkodobé i dlouhodobé zhodnocení volných peněžních prostředků podniku formou úroků (z vkladů), kuponů (z držení dluhopisů), dividend (z držení akcií), nájemného (z pronájmů nemovitostí) apod., dále ovládnutí jiných podnikatelských subjektů a současně zabezpečení likvidity podniku.

Finanční struktura podniku

Finanční struktura podniku představuje strukturu podnikového kapitálu, ze kterého je financován jeho majetek.⁸⁵ V rozvaze podniku je zobrazena na straně pasiv. Z hlediska nákladů kapitálu (nákladem vlastního kapitálu u a.s. jsou dividendy, nákladem cizího kapitálu jsou úroky) je důležité zvolit takovou finanční strukturu, při které jsou průměrné náklady na kapitál minimální, a tudíž tržní hodnota firmy bude maximální.

Mezi pasiva podniku řadíme především:

- **Vlastní kapitál**
 - o základní kapitál – tvoří ho akciový kapitál vložený do podniku jeho akcionáři, resp. peněžní a nepeněžité vklady společníků;
 - o kapitálové fondy – jsou tvořeny z darů, dotací, neodepisovaného majetku, emisního ážia;
 - o fondy ze zisku – rezervní fond, statutární fondy, ostatní fondy tvořené ze zisku;
 - o výsledek hospodaření – zisk nebo ztráta.
- **Cizí zdroje**
 - o rezervy – jsou tvořeny za určitým účelem (např. rezervy na opravy dlouhodobého hmotného majetku, rezervy na nedobytné pohledávky apod.);
 - o dlouhodobé závazky – podnikem emitované dluhopisy, závazky vůči různým subjektům se splatností nad 1 rok;
 - o krátkodobé závazky – obchodní úvěry, závazky vůči státu, společníkům, zaměstnancům...(se splatností do 1 roku);
 - o bankovní úvěry a výpomoci.

Rozvaha podniku

Rozvaha (neboli bilance) podniku definuje stav aktiv a pasiv podniku k určitému okamžiku (zpravidla ke konci roku, pololetí, čtvrtletí). Aktiva představují majetek podniku a pasiva podnikový kapitál.

Musí platit tzv. bilanční rovnice: **AKTIVA = PASIVA**

⁸⁵ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. přeprac. a rozš.vyd. vyd. Praha: Ekopress, 2010, s. 80.

Tabulka 1: Rozvaha podniku

AKTIVA	PASIVA
POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZÁKLADNÍ KAPITÁL	VLASTNÍ KAPITÁL
DLOUHODOBÝ MAJETEK Dlouhodobý nehmotný majetek Dlouhodobý hmotný majetek Dlouhodobý finanční majetek	
OBĚŽNÁ AKTIVA Zásoby Pohledávky Krátkodobý finanční majetek Peněžní prostředky Časové rozlišení	CIZÍ ZDROJE Rezervy Závazky dlouhodobé Závazky krátkodobé Bankovní úvěry a výpomoci Časové rozlišení
AKTIVA CELKEM	PASIVA CELKEM

Zdroj: vlastní zpracování

Vztah majetkové a finanční struktury podniku

Pro udržení finanční stability podniku je nutné dát do souladu finanční a majetkovou strukturu podniku. Použitý podnikový kapitál pro financování podnikového majetku by měl odpovídat stupni likvidity jednotlivých druhů majetku. Aktiva, která jsou krátkodobá (část oběžného majetku) je vhodné financovat krátkodobými zdroji. Dlouhodobý majetek je účelné financovat dlouhodobým kapitálem, vlastním nebo cizím. Návratnost prostředků vložených do dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku je postupná – prostřednictvím odpisů se dostávají do nákladů a do ceny výrobků a služeb. Dlouhodobým kapitálem by měla být kryta i ta část oběžného majetku, která je v podniku trvale přítomna (čistý pracovní kapitál). Vlastní kapitál by měl krýt ta dlouhodobá aktiva, která jsou typická pro hlavní činnosti podniku, ostatní dlouhodobá aktiva mohou být kryta z cizího kapitálu, včetně leasingu, protože v případě nedostatku likvidity je podnik může odprodat, aniž by ohrozil podstatu své činnosti.⁸⁶

7.4 Optimalizace finanční struktury podniku

S různými zdroji podnikového kapitálu jsou spojené rozdílné náklady na financování. Náklady spojené se získáním příslušného kapitálu jsou závislé na době jeho splatnosti, riziku a jeho použití z hlediska uživatele i věřitele.⁸⁷

Cenou za cizí kapitál je:

⁸⁶ PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde nakladatelství, 2005, s. 176 – 177.

⁸⁷ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. přeprac a rozš.vyd. vyd. Praha: Ekopress, 2010, s. 79.

- u bankovních půjček *úrok*;
- u emitovaných dluhopisů vyplácený *kupón* (jiná forma úroku).

Cenou za vlastní kapitál jsou vyplácené *dividendy* (u akciových společností) nebo *podíly na zisku*.

Čím delší je doba splatnosti kapitálu, tím vyšší je zpravidla cena tohoto kapitálu. Proto je pro financování podniku nejlevnější krátkodobý cizí kapitál:

- bankovní krátkodobé úvěry;
- obchodní úvěry.

Nejdražší formou kapitálu je základní kapitál, protože jeho doba splatnosti je neomezená. Cenu kapitálu ovlivňuje i riziko, které věřitel podstupuje. Čím vyšší je riziko, tím vyšší je i cena kapitálu.

Dalším faktorem, který zlevňuje cizí kapitál, jsou daně. Podnik si může od základu daně odečíst jako daňově uznatelný náklad úroky placené z úvěrů a z emitovaných obligací, tedy náklady cizího kapitálu. Dividendy jako náklad vlastního kapitálu odečíst z daňového základu nelze.

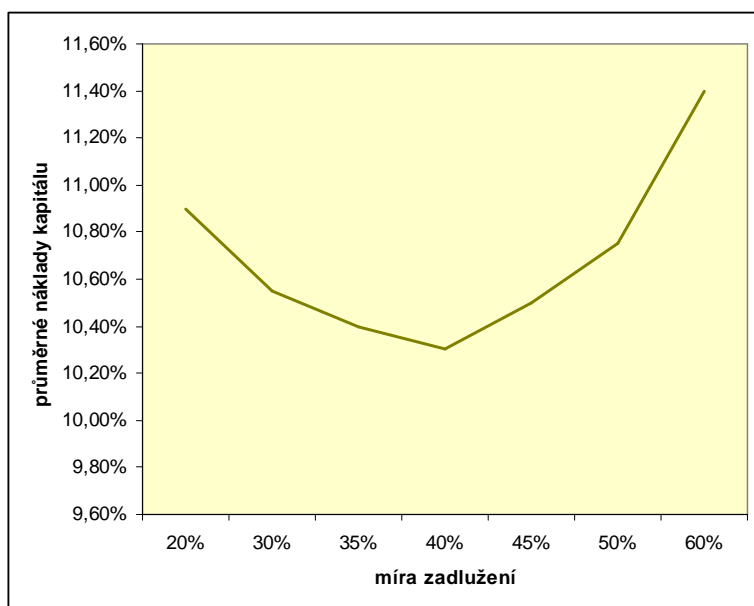
Od určité míry zadluženosti začínají náklady na cizí kapitál stoupat. Věřitelé považují příliš zadlužené podniky za rizikové, a proto požadují vyšší úrokovou sazbu za poskytnuté úvěry. Podniky tedy mohou využívat cizí zdroje pouze do určité hranice zadluženosti.

Pokud tedy chce podnik dosahovat růstu tržní hodnoty podniku, musí se snažit minimalizovat průměrné náklady kapitálu. Je proto potřeba najít optimální finanční strukturu, tzn. vyvážený poměr mezi vlastním a cizím kapitálem.

Průměrné náklady kapitálu se počítají jako vážený průměr nákladů na cizí a vlastní kapitál.

Průměrné náklady kapitálu v souvislosti s využitím cizího kapitálu nejdříve klesají a teprve při vysoké zadluženosti stoupají. Je to způsobené tím, že při vysoké zadluženosti vstupují věřitelé a investoři do většího rizika a požadují za svůj poskytnutý dlouhodobý či krátkodobý kapitál vyšší cenu. Danou situaci si ukážeme na obrázku 5:

Obrázek 5: Vliv zadluženosti na náklady kapitálu



Zdroj: upraveno podle VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. přeprac a rozš.vyd. vyd. Praha: Ekopress, 2010, s. 80.

Pramen: upraveno podle VALACH, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. přeprac a rozš.vyd. vyd. Praha: Ekopress, 2010, s. 80.

Křivka průměrných nákladů celkového kapitálu má tvar tzv. **U-křivky**. V současné době se za **optimální zadlužení** považuje takové, při kterém jsou průměrné náklady na kapitál minimální, a tudíž tržní hodnota firmy bude maximální (je to zpravidla někde mezi 40 – 60 % celkové zadluženosti).

V praktické rovině vykazuje optimum finanční struktury následující charakteristické rysy:

- minimalizuje náklady na financování podniku,
- je v souladu s majetkovou strukturou (rizikem a strategií financování),
- je v souladu s výkonností podniku (s tempem růstu tržeb, zisku i CF).

Shrnutí kapitoly

Veškerá aktivita podniku, jeho založení, činnost i případná likvidace je spojená s finančními pohyby v rámci podniku. Rozhodování v otázkách podnikových financí má proto strategický význam pro fungování podniku, jeho konkurenceschopnost a výkonnost. Je proto důležité řídit finanční procesy a operace podniku tak, aby byl podnik schopen efektivně fungovat a měl perspektivu dlouhodobé existence.

V současné době se za hlavní cíl podnikání v tržní ekonomice preferuje snaha o maximalizaci tržní hodnoty podniku, což v podmínkách akciové společnosti představuje maximalizaci tržní ceny akcií. Cílem všech podniků je tedy snaha o jejich dlouhodobou existenci a zajištění dlouhodobého rozvoje podniku, resp. snaha o dlouhodobou prosperitu podniku.

Úkolem finančního řízení podniku je řídit finanční hospodaření podniku. Těžištěm finančního řízení je získávání potřebného množství peněz a kapitálu z různých finančních zdrojů (financování), jejich investování, resp. užití v souladu s cíli firmy, a konečně také rozdělování zisku (v podmínkách akciových společností se jedná o dividendovou politiku). Finanční řízení rovněž poskytuje všem zainteresovaným (vlastníkům, manažerům, pracovníkům, věřitelům, investorům) přehled o finanční situaci a finančních souvislostech hospodaření podniku.

Otázky k zamyšlení

1. Čím se zabývají podnikové finance?
2. Co je hlavním cílem podniku v tržní ekonomice?
3. Jaké další dílčí cíle podniky sledují?
4. Co je úkolem finančního řízení firem?
5. Co představuje majetková struktura firmy a co ji ovlivňuje?
6. Co představuje finanční struktura firmy a co ji ovlivňuje?
7. Co je smyslem optimalizace finanční struktury firmy?

Pojmy k zapamatování

- podnikové finance,
- peněžní prostředky podniku,
- podnikový kapitál,
- finanční zdroje podniku,
- cíle podniku,
- majetková struktura podniku,
- finanční struktura podniku,

- průměrné náklady kapitálu,
- teorie U-křivky.

8 MEZINÁRODNÍ FINANCE

Cíl kapitoly

Po nastudování následující kapitoly studenti porozumí motivům pohybu peněz v mezinárodním měřítku a principům mezinárodních financí. V kapitole bude objasněna problematika platební bilance, devizového kurzu a jeho utváření na devizových trzích. Po nastudování kapitoly budete znát faktory, které ovlivňují vývoj devizových kurzů, a pochopíte rozdíly mezi hlavními systémy devizových kurzů uplatňovanými ve světové ekonomice.

Časová zátěž

Prostudování této kapitoly věnujte devátý týden výuky v celkovém rozsahu 8 hodin.

8.1 Cíle a principy mezinárodních financí

Mezi významné **motivy mezinárodního pohybu peněz** patří zejména zahraničně-obchodní operace, tj. dovoz a vývoz zboží a služeb. Dalším motivem mezinárodního pohybu peněz jsou transferové (jednostranné) úhrady a inkasa, které vyplývají z jednostranného poskytování peněžních darů mezi fyzickými a právními osobami a z různých forem hospodářské, technické a vojenské pomoci na vládní úrovni. Důležitým motivem mezinárodního pohybu peněz je zajišťování proti ztrátám vyplývajícím z možných změn v diferencích mezi domácí úrokovou sazbou a zahraničními úrokovými sazbami a z možných změn devizových kurzů. V tomto případě je mezinárodní pohyb peněz založen spíše na krátkodobých intervalech a má formu pohybu krátkodobého kapitálu. Pokud je mezinárodní pohyb peněžních fondů vyvolán snahou po trvalejším uložení, spojeném s cílem dosáhnout vyšší míry zisku, má zpravidla formu pohybu dlouhodobého kapitálu, investovaného buď do cenných papírů, nebo využitého přímo různými formami kapitálové účasti.

Mezinárodní finance je možné chápat jako systém peněžních (zejména měnových a úvěrových) vztahů, jejichž prostřednictvím dochází k pohybu peněžních fondů v mezinárodním měřítku (mezi domácími a zahraničními subjekty a mezi zahraničními subjekty navzájem). V tom spočívá specifičnost mezinárodních financí.⁸⁸

Domácími subjekty rozumíme tzv. **devizové tuzemce** (neboli rezidenty dané země), tj. fyzické osoby s trvalým pobytem na území daného státu (resp. se státní příslušností daného státu) a právnické osoby, které podle příslušných právních opatření mají statut tuzemských organizací (se sídlem na území daného státu). Jako **devizové cizozemce** (resp. rezidenty cizích zemí) chápeme ty zahraniční subjekty, které podle platných právních opatření nelze považovat za devizové tuzemce (rezidenty dané země). Mohou to tedy být fyzické a právnické osoby jiných států nebo subjekty (organizace) nadnárodní.

K základním funkcím mezinárodních financí patří úkol vytvořit měnové, úvěrové, platební a jiné finanční podmínky k plynulému rozvoji mezinárodní spolupráce, zejména v oblasti mezinárodního obchodu a investování.

⁸⁸ JANKOVSKÁ, A.; SPONER, M. *Mezinárodní finance*. Brno: Masarykova univerzita, 1999, s. 10.

Samozřejmě platí, že jak podniky, tak soukromí investoři se snaží o dosažení svých cílů i v mezinárodním měřítku, tzn. právě prostřednictvím mezinárodního obchodu a investování, resp. prostřednictvím mezinárodních financí.⁸⁹

8.2 Platební bilance

V současném pojetí pod pojmem **platební bilance** rozumíme **systematický statistický záznam všech ekonomických transakcí, které byly uskutečněny mezi devizovými tuzemci a cizozemci za určité zvolené období** (zpravidla jeden rok).⁹⁰

Ekonomické transakce zahrnují, kromě devizových inkas a devizových úhrad, rovněž změny devizových pohledávek a devizových závazků a dále transakce čistě materiální povahy (např. věcné dary a reálné investice). Název platební bilance tedy již přesně neodpovídá obsahu, který se skrývá pod tímto pojmem. V případě nově vzniklé bilance se totiž už nejedná pouze o bilanci plateb, ale **o bilanci všech ekonomických transakcí mezi devizovými tuzemci a cizozemci**. Z tohoto důvodu byla navržena celá řada nových názvů, zejména pak „bilance mezinárodních ekonomických transakcí“, případně „ekonomická platební bilance“. Tyto názvy se však v běžné terminologii neujaly, i když odpovídají věcnému obsahu lépe než běžně užívaný název platební bilance.

Platební bilance je tokovou veličinou, tzn., že vyjadřuje míru toků a nikoliv stav zásob. Kritériem příslušnosti z hlediska platební bilance je rezidence v dané zemi, nikoliv národnost. Platební bilance bývá zpravidla sestavována jak v domácí měně, tak i ve volně směnitelných cizích měnách. ČNB uveřejňuje běžně platební bilanci v CZK a USD (pro potřeby srovnání v rámci Mezinárodního měnového fondu).

Platební bilance je sestavována podle zásad podvojného účetnictví.

Horizontální struktura platební bilance

Platební bilance jsou sestavovány a publikovány v rozdílně podrobném členění (podle potřeb ekonomické analýzy). Bilance spíše informativního charakteru jsou ve více agregovaném pojetí a obsahují okolo 20 položek. Podrobnější analytické bilance sestavované centrálními institucemi mají obvykle více než 100 položek. Na základě určitých společných znaků je však možné jednotlivé položky uspořádat do několika základních skupin:

Struktura platební bilance⁹¹

I. BĚŽNÝ ÚČET (*Current Account*)

- Obchodní bilance (*Trade Balance*)
 - vývoz a dovoz zboží (*Merchandise Exports and Imports*)
- Bilance služeb (*Services*)
 - doprava (*Shipment*)
 - cestovní ruch (*Travel*)
 - ostatní služby (*Other Services*)
- Bilance výnosů (*Income*)
- Běžné (jednostranné) převody (*Transfers*)

⁸⁹ SPONER, M. *Mezinárodní finance*. Brno: Masarykova univerzita, 2012.

⁹⁰ JANKOVSKÁ, A.; SPONER, M. *Mezinárodní finance*. Brno: Masarykova univerzita, 1999, s. 16.

⁹¹ Takto obecně vymezená struktura platební bilance neodpovídá zcela přesně struktuře členění platební bilance podle metodiky Mezinárodního měnového fondu, pouze vysvětluje logiku rozdělení jednotlivých transakcí v rámci platební bilance.

II. KAPITÁLOVÝ ÚČET (Capital Account)

III. FINANČNÍ ÚČET (Financial Account)

- Přímé investice (*Direct Investment*)
- Portfoliové investice (*Portfolio Investment*)
- Finanční deriváty (*Financial Derivatives*)
- Ostatní investice (*Other Investment*)

IV. SALDO CHYB A OPOMENUTÍ, KURZOVÉ ROZDÍLY (*Errors and Omissions*)

V. ZMĚNA DEVIZOVÝCH REZERV (*Total Change in Reserves*)

Běžný účet platební bilance obsahuje obchodní bilanci, bilanci služeb a výnosů a položku transfery.

Obchodní bilance udává srovnání mezi hodnotou vývozu a dovozu zboží za dané časové období. Přebytek obchodní bilance znamená, že země v daném období vyvezla větší hodnotu zboží, než dovezla. Deficit obchodní bilance znamená opak. Pohyb zboží bývá v rámci obchodní bilance dále rozdělen podle jednotlivých komoditních skupin. Pro průmyslově vyspělé státy je tradiční členění na suroviny, průmyslové spotřební zboží, zemědělské produkty, výrobní prostředky, stroje a dopravní zařízení apod.

Bilance služeb a výnosů, někdy nazývaná jako bilance neviditelných položek, udává srovnání mezi hodnotou vývozu a dovozu služeb a výnosů za dané období. Schodek (deficit) bilance služeb a výnosů tak například znamená, že země v daném období dovezla větší hodnotu služeb, než vyvezla, resp. uskutečnila více plateb (dividend, úroků, rent), než obdržela.

Mezi *služby* se v platební bilanci řadí zejména doprava, cestovní ruch, pojištění, výzkum a vývoj, příjmy a výdaje spojené s diplomatickým a vojenským zastoupením v zahraničí.

Důležitou součástí této bilance je položka **výnosy** (důchody), v níž jsou registrovány výnosy a náklady související s prací v zahraničí a především výnosy a náklady z kapitálových investic. Vlastní pohyb kapitálu je však registrován na finančním účtu platební bilance. Import důchodů zahrnuje příjmy (zisky, úroky, dividendy a renty) z investovaného domácího kapitálu v zahraničí. Export důchodů naopak představuje adekvátní výdaje spojené se zahraničními investicemi v domácí ekonomice. Vedle toho jsou v této položce evidovány i zisky z arbitrážních operací s devizami a se zlatem. Jedná se tedy o položku, která je zpětným odrazem předchozího pohybu dlouhodobého a krátkodobého kapitálu.

Běžné převody (transfery neboli jednostranné platby) jsou charakteristické tím, že nevedou ke vzniku zahraničních pohledávek nebo zahraničních závazků dané země. Jedná se o značně rozmanitou položku, která bývá dále členěna na transfery oficiální a soukromé, případně na převody věcné a finanční. Mezi nejvýznamnější položky patří hospodářské pomoci, dary, příspěvky nadnárodním (mezinárodním) institucím, alimenty, zahraniční penze atd.

Součástí **kapitálového účtu platební bilance** jsou vedle kapitálových transferů souvisejících s migrací obyvatelstva, promíjením dluhů a vlastnickými právy k základním prostředkům i převody nevýrobních nefinančních hmotných aktiv (pozemky pro zastupitelské úřady, podzemní bohatství) a nehmotných práv (patenty, autorská práva atd.).

Finanční účet zahrnuje toky investic mezi danou ekonomikou a zahraničím. V rámci finančního účtu rozlišujeme přímé investice, portfoliové investice, finanční deriváty a ostatní investice. Kritériem pro zařazení kapitálového toku do přímých investic je stupeň kontroly zahraničního podniku. *Přímé investice* je možné charakterizovat jako investice, při kterých

investoři získávají takový podíl na základním jmění zahraničního podniku, který jim umožní jeho kontrolu. Teoreticky by se mělo jednat o získání 51% podílu na základním kapitálu. Prakticky však většina zemí zařazuje do přímých investic pohyb kapitálu, při kterém se jedná o získání alespoň 10% podílu na celkovém akciovém kapitálu. Portfoliové *neboli nepřímé investice* představují nákup obligací (zahraničních podniků, vlád atd.) a nákup akcií, pokud není splněna spodní hranice pro zařazení do přímých investic, tzn., že majiteli neposkytují vlastnické právo a kontrolu. *Ostatní investice* zahrnují dlouhodobé a krátkodobé poskytování a čerpání mezivládních úvěrů, mezibankovních úvěrů atd.

Devizovými rezervami chápeme likvidní devizová aktiva centrálních bank, případně jiných oficiálních institucí (ministerstva financí, stabilizačních fondů atd.). Centrální banky drží ve svém portfoliu reálná devizová aktiva (cizí volně směnitelné měny v hotovosti nebo na účtech u zahraničních bank, zlato, státní cenné papíry cizích vlád atd.) a mají k dispozici i tzv. potencionální devizové facility (možnost úvěrového čerpání devizových zdrojů u Mezinárodního měnového fondu do předem stanoveného limitu). Pohyb devizových rezerv úzce souvisí s intervenční činností centrální banky na devizovém trhu. Centrální banka nakupuje a prodává devizy ve snaze stabilizovat devizovou nabídku a poptávku (resp. devizový kurz své národní měny). Snížení devizových rezerv zároveň představuje zvýšení nabídky deviz na devizovém trhu a tlak na zhodnocení kurzu domácí měny. Naopak zvýšení devizových rezerv je spojeno na devizovém trhu s růstem devizové poptávky a s tlakem na znehodnocení kurzu domácí měny. Ve struktuře platební bilance tvoří operace s devizovými rezervami jednoznačně kompenzační položku, položku vzniklou aktivitou centrální banky s cílem vyrovnat platební bilanci, resp. vytvořit předpoklady pro vlastní zahraniční měnově-politické záměry. Změna devizových rezerv obvykle odpovídá deficitu (přebytku) ekonomiky z transakcí na běžném a kapitálovém účtu. Přebytek se odrazí ve zvýšení devizových rezerv, deficit naopak v jejich snížení. V platební bilanci se projeví snížení devizových rezerv na straně kreditní, neboť znamená zvýšení nabídky deviz prodejem devizových rezerv, naopak zvýšení devizových rezerv se projeví na straně debetní.

Chyby a opomenutí jsou zůstatkovou položkou, kterou se dosáhne vyrovnání souhrnu kreditních a debetních položek ostatních čtyř hlavních účtů platební bilance. Jedná se v podstatě o míru nepřesnosti. Je-li například souhrn kreditních položek větší než souhrn položek debetních, chyby a opomenutí budou mít znaménko mínus a hodnotu rovnu rozdílu (naopak v opačném případě). Tato položka tedy úzce souvisí se způsobem konstrukce platební bilance a odráží skutečnost, že ne všechny transakce jsou náležitě zaznamenány. Největším zdrojem chyb je finanční účet platební bilance. Problémem není pouze nižší úroveň statistických služeb v hospodářsky méně vyspělých zemích, ale i statistika ekonomicky vyspělých zemí. Například USA a Švýcarsko do svých statistik platební bilance nezahrnují transakce mezi cizinci, i když byly uskutečněny na jejich území. Sporadicky nebo vůbec neposkytují údaje některá off-shore (netradiční) finanční centra jako Bahamy, Portoriko, Kajmanské ostrovy apod.

Vertikální struktura platební bilance

Kromě horizontální struktury, která je reprezentována jednotlivými položkami a jejich systematickým řazením, má platební bilance i svou vertikální strukturu. Metodicky se tato vertikální struktura opírá o záznam jednotlivých operací na principu podvojného účetnictví.

Základem vertikální struktury platební bilance je rozdělení všech operací do dvou skupin, na **operace kreditní a debetní**. Za orientační kritérium členění operací na kreditní a debetní můžeme považovat vztah příslušné operace k devizové nabídce a poptávce. **Zatímco kreditní operace vytváří na trhu devizovou nabídku, debetní operace představují devizovou poptávku:**⁹²

Tabulka 2: Vertikální struktura platební bilance

kredit (+) (nabídka)	debet (-) (poptávka)
export zboží	import zboží
export služeb	import služeb
import důchodů	export důchodů
import transferů	export transferů
import kapitálu	export kapitálu
snížení devizových rezerv	zvýšení devizových rezerv

Zdroj: vlastní vyobrazení

Vymezení salda platební bilance

Nyní si ukážeme způsob vymezení salda platební bilance. V tabulce 13 je zachycena základní struktura platební bilance v agregované podobě. Pro větší názornost dalšího výkladu jsme ukázkovou platební bilanci vyplnili konkrétními čísly, která odrážejí zahraničně obchodní činnost hypotetické české firmy.

Tabulka 3: Princip podvojného záznamu PB a vymezení salda PB

	kredit (+)	debet (-)	saldo
bilance zboží	2 500 000		
bilance služeb		25 000	+ 2 475 000
bilance výnosů	40 000		
bilance transferů		50 000	+ 2 465 000
přímé investice		2 000 000	
portfoliové investice		200 000	+ 265 000
ostatní krátkodobé investice	200 000 25 000	2 200 000 40 000	- 1 750 000
devizové rezervy	50 000 2 000 000	300 000	

Zdroj: vlastní vyobrazení

Námi uvažovaná hypotetická česká firma realizovala například vývoz zboží v celkové hodnotě 2 500 000 USD, přičemž 300 000 USD bylo inkasováno promptně a na zbylých 2 200 000 USD byl poskytnut krátkodobý obchodní úvěr. Promptně inkasovanou částku 300 000 USD firma vyměnila u jedné z našich komerčních bank za české koruny. Tato banka

⁹² JANKOVSKÁ, A.; SPONER, M. *Mezinárodní finance*. Brno: Masarykova univerzita, 1999, s. 21.

USD dále prodala ČNB, čímž došlo ke zvýšení devizových rezerv o uvedených 300 000 USD. Firma zaplatila výdaje ve výši 25 000 USD spojené se služebním pobytem svého vedoucího pracovníka na Bahamách ze svých prostředků uložených ve švýcarské obchodní bance. Během roku firma inkasovala dividendy ve výši 40 000 USD ze své investice v zahraničí a tyto prostředky uložila na své švýcarské konto. Naše firma dále během roku zaslala 50 000 USD humanitární pomoci obětem války v Afghánistánu a převedla 2 000 000 USD jako počáteční kapitálový vklad na vznik své zahraniční pobočky na Ukrajině. USD pro tyto operace firma nakoupila opět u některé z českých komerčních bank, která je získala u ČNB směnou za české koruny. Firma v daném roce rovněž investovala 200 000 USD do nákupu obligací firmy VW, které uhradila ze svého účtu ve Švýcarsku. Všechny uvedené transakce jsou zachyceny na principu podvojného účetnictví v naší ukázkové platební bilanci.

Saldo platební bilance zásadně nelze získat jako rozdíl celkových součtů pravého a levého sloupce, neboť platební bilance je (jak už bylo uvedeno) konstruována na principu podvojného účetnictví a každá operace je tedy zachycena jednou v debetním a jednou v kreditním sloupci. Rozdíl obou sloupců proto musí být vždy nulový. Součtem údajů v jednom nebo druhém sloupci je možné získat pouze veličinu celkového obrátu platební bilance.

Salda je možné v zásadě stanovit dvěma způsoby. První možností je sestavení tzv. **dílčích sald** na úrovni jednotlivých položek platební bilance. Dílčí salda platební bilance lze získat jako rozdíl kreditu a debetu příslušné položky (případně skupiny položek). Například saldo kapitálového účtu získáme jako rozdíl kreditu a debetu u položek kapitálového účtu. Analogicky zjistíme také další dílčí salda (bilance zboží, služeb, transferů a důchodů, běžného účtu apod.).

Druhou skupinu sald tvoří tzv. **kumulativní salda platební bilance**. Technicky se sestavují tak, že vedeme pomyslnou čáru horizontálním směrem a rozdělíme tak platební bilanci do dvou relativně samostatných okruhů. První okruh platební bilance tvoří položky nad čarou a druhý okruh tvoří položky pod čarou. Teoreticky lze vést tuto pomyslnou čáru pod každou položkou platební bilance (s výjimkou poslední). Takovéto podrobné členění platební bilance však nemá teoretický ani praktický význam, protože pouze vybraná kumulativní salda mají svou vypovídací schopnost. Uvedme si proto pouze čtyři nejvýznamnější typy sald, které jsou běžně využívány ekonomickou praxí. Jsou to:

1. *Saldo výkonové bilance*, kdy je pomyslná čára vedena pod položkou služby (2 475 000).
2. *Saldo běžné bilance*, kdy je pomyslná čára vedena pod položkou transfery (2 465 000).
3. *Saldo základní bilance*, kdy je pomyslná čára vedena pod položkou dlouhodobého kapitálu (265 000).
4. *Saldo maximální likvidity*, kdy je pomyslná čára vedena pod položkou krátkodobého kapitálu (-1 750 000).

8.3 Devizové kurzy a jejich determinanty

Devizové kurzy spojují domácí ekonomiku s vnějším okolím a zprostředkovávají tak vliv vnějších ekonomických vztahů na domácí ekonomické procesy. Svými důsledky se dotýkají nejen finančního hospodaření státu a podniků, ale i spotřebitelů. Vývoj devizových kurzů působí na ceny dovozu a vývozu zboží a služeb (ovlivňuje relativní cenu domácího a zahraničního zboží). Devizový kurz je také jedním z faktorů, které ovlivňují rozhodování zahraničních investorů.

Devizový kurz má svou kvantitativní a kvalitativní stránku. Z kvantitativního hlediska se jeví jako jednoduchá veličina, která udává, v jakém poměru se zahraniční měnové jednotky

vzájemně přepočítávají a směňují. Devizový kurz udává, kolik domácích peněžních jednotek (např. CZK) je potřeba zaplatit za jednu zahraniční peněžní jednotku (např. USD) a nebo naopak, kolik zahraničních peněžních jednotek stojí jedna domácí peněžní jednotka (případně jaký je kvantitativní vztah mezi různými zahraničními měnami).

Devizové kurzy je možné zapisovat (kotovat) dvěma způsoby, prostřednictvím tzv. přímého kurzového záznamu, nebo formou tzv. nepřímého kurzového záznamu. **Přímý kurzový záznam** představuje cenu zahraničních měnových jednotek vyjádřenou v domácí měně a **nepřímý kurzový záznam** představuje cenu domácí měnové jednotky vyjádřenou v zahraniční měně:

$$1 \text{ EUR} = 25,460 \text{ CZK (přímý kurzový záznam)}$$

$$1 \text{ CZK} = 0,039 \text{ EUR (nepřímý kurzový záznam)}$$

Pokud však budeme chtít odpovědět na otázku, proč v určitém okamžiku (nebo v průměru za určité období) je stanovený kvantitativní vztah mezi různými měnami právě na dané úrovni, musíme posuzovat devizový kurz z jeho kvalitativní stránky a vysvětlit, které faktory určují rovnovážnou úroveň kurzu a jeho změny v daných měnových, ekonomických a politických podmínkách. Začneme poznávat devizový kurz jako složitou měnovou veličinu, která vyjadřuje cenu zahraničních měnových jednotek v národní měně, nebo cenu národní měnové jednotky v zahraničních měnách. Tato cena se tvoří rozdílně podle toho, zda se jedná o měnu směnitelnou nebo nesměnitelnou.

Měny, které jsou používány nejen ve vnitřním peněžním oběhu, ale fungují i v mezinárodním platebním styku bez podstatnějších zábrán a teritoriálních či jiných omezení, jsou **externě směnitelnými měnami**. Znamená to, že danou národní měnou mohou bez omezení disponovat také devizoví cizozemci (právnícké i fyzické osoby), a to při běžných a často i kapitálových platbách. Vedle externě směnitelných měn rozlišujeme **interně směnitelné měny**, které jsou používány pouze ve vnitřním peněžním oběhu (pokud jsou používány i v mezinárodním platebním styku, pak je to pouze s různými omezeními). S těmito měnami nemohou disponovat devizoví cizozemci. Devizoví tuzemci (právnícké i fyzické osoby) však mohou reálně nabývat a používat zahraniční měny k úhradě svých závazků do zahraničí.

Pokud je měna směnitelná, utváří se její kurz na devizovém trhu jako cena deviz. Zahraniční měny zde vystupují ve své bezhotovostní podobě ve formě deviz. Kurz, který se vytváří podle vývoje nabídky a poptávky, představuje cenu deviz a označuje se jako kurz deviz (devizový kurz). Vztahuje se ke konkrétní devize a konkrétnímu devizovému trhu. Někdy se setkáváme rovněž s pojmem kurz valut (valutový kurz). Je to kurz vyjadřující poměr, ve kterém se směňují hotovostní peníze, zejména bankovky.

Externě směnitelné měny jsou obchodovatelné na mezinárodních devizových trzích. Poptávku a nabídku deviz zde vytvářejí zejména velké obchodní banky různých zemí a centrální banky. Měny s vnitřní směnitelností nejsou obchodovatelné na mezinárodních devizových trzích, jejich kurz se tvoří na vnitřním devizovém trhu. Jeho subjekty jsou zejména domácí komerční banky zastupující domácí podnikovou klientelu a domácí centrální banka.

Devizové kurzy směnitelných měn se na devizových trzích neustále mění, oscilují kolem své základní úrovně. Pokles hodnoty měny je označován jako **depreciace** (zhodnocení) měny. Zvýšení hodnoty měny je označováno jako **apreciace** (zhodnocení) měny. Apreciace a depreciace devizového kurzu je způsobena působením tržních faktorů na vývoj devizového

kurzu. Naproti tomu v případě změny ústředního kurzu (v systému pevných kurzů) zásahem centrální autority (centrální banky) mluvíme o **devalvaci** a **revalvaci měny**⁹³.

Devizové kurzy *nesměnitelných měn* se netvoří na devizovém trhu. Vyjadřují se administrativně jako „ceny“ deviz, nejčastěji metodou parity kupní síly⁹⁴. Tyto měny krátkodobě a někdy ani dlouhodobě nemění svoji vnější oficiální hodnotu. Změny jejich kurzů se vyjadřují různými koeficienty nebo pomocí přírážek a sražek, jimiž se skrytě koriguje oficiálně stanovený kurz.

Determinanty devizových kurzů

Mezi faktory ovlivňující vývoj devizových kurzů patří platební bilance, devizová spekulace, intervence centrálních bank, inflační a úrokový diferenciál, domácí ekonomické a politické podmínky. Tyto faktory způsobují oscilaci devizového kurzu. Na ceně deviz se projevují prostřednictvím působení tržních sil poptávky a nabídky. Každý z těchto faktorů vede k posunu křivky poptávky po určité měně, nebo k posunu křivky nabídky příslušné měny ve vztahu k jiným měnám, což vyvolává změny v jejich devizových kurzech.

Platební bilance a vývoj devizových kurzů

Jak jsme si již vysvětlili, položky, které tvoří horizontální a vertikální strukturu platební bilance, vyvolávají poptávku po devizách nebo naopak nabídku deviz. Můžeme říci, že celková poptávka a nabídka deviz vzniká v souvislosti:

- s mezinárodním pohybem zboží a služeb (exportem, importem zboží a služeb),
- s mezinárodním pohybem kapitálu (zahraničními investicemi, úvěry přijatými ze zahraničí a poskytnutými do zahraničí),
- s mezinárodním pohybem peněz (především intervencemi centrálních bank na devizových trzích, převody dědictví, penzí, honorářů apod.).

Inflační a úrokový diferenciál

Podle teorie parity kupní síly, **inflační diferenciál** (rozdíl v mírách inflace) mezi domácí a zahraniční ekonomikou ve výši $x\%$ vyvolá přizpůsobení devizového kurzu právě o těchto $x\%$. Devizový kurz měny země s vyšší mírou inflace se bude znehodnocovat, naopak kurz měny země s nižší mírou inflace bude zhodnocovat.

Teorie parity úrokové míry tvrdí, že při rovnováze na trhu cenných papírů se termínový devizový kurz liší od promptního kurzu o úrokový diferenciál (IRD). Měny s rostoucí nominální úrokovou mírou se budou krátkodobě zhodnocovat oproti měnám s klesajícími úrokovými sazbami (ty budou naopak krátkodobě znehodnocovat).

Podle Fisherova tvrzení (1930) je reálný úrok stabilní a ve všech zemích stejný. Kolísání nominálních úrokových měr je proto dáno změnami inflačního očekávání. Z mezinárodního Fisherova efektu tedy vyplývá, že úrokové diferenciály v zásadě vyjadřují rozdílná inflační očekávání v různých zemích. To má pro determinaci devizového kurzu podstatný význam.

⁹³ Devalvace je oficiální znehodnocení ústředního kurzu jedné měny vůči ostatním měnám, revalvace je opak, tedy oficiální zhodnocení ústředního kurzu jedné měny vůči ostatním měnám.

⁹⁴ Parita kupní síly měny A vyjadřuje počet jednotek národní měny, za který lze koupit stejné množství výrobků a služeb na vnitrostátním trhu jako za jednotku měny A na jejím vnitrostátním trhu. Tento ukazatel tedy porovnává ceny dostatečného množství stejných výrobků a služeb v jednotlivých státech a tak umožňuje srovnávat ekonomickou úroveň různých států.

Protože se ve vývoji nominálního úroku odráží míra očekávané inflace, lze usuzovat, že znehodnocení či zhodnocení devizového kurzu více či méně odpovídá úrokovému diferencíálu. Podle mezinárodního Fisherova efektu lze tedy očekávat, že měny s nižší úrokovou mírou budou vykazovat tendenci k apreciaci ve srovnání s měnami s vyšší úrokovou mírou. Devizové kurzy se tak mění proto, že odrážejí tendenci k dosažení rovnováhy na trhu kapitálu.

Studie vybraných měn, které testovaly vztah vývoje devizových kurzů ve vazbě na úrokový diferencíál, ukázaly, že u zemí s relativně vysokou nominální úrokovou mírou skutečně existuje větší tendence ke znehodnocování devizových kurzů jejich měn než u zemí s relativně nízkou nominální úrokovou mírou. Výjimkou jsou krátká období, kdy relativně vysoká nominální úroková míra koresponduje i s relativně vysokou reálnou úrokovou mírou. V těchto případech vysoká nominální úroková míra vede naopak ke zhodnocování kurzu měny příslušné země.

Při konstrukci testovaných modelů a hodnocení jejich výsledků je nutné brát v úvahu, že kapitálové pohyby mohou být determinovány i dalšími faktory:

- rozdílným zdaněním,
- politickými a ekonomickými riziky,
- transakčními náklady a
- budoucími očekáváním investorů (zhodnocení, resp. znehodnocení kurzu měny).

Očekávání investorů jsou významným faktorem determinace devizových kurzů. Očekávaná devalvace (depreciace) často uspiší skutečné znehodnocení devizového kurzu. Obdobně působí očekávání vyšší míry inflace, poklesu úrokových sazeb, ale i očekávání politických a hospodářských otřesů atd. Právě očekávání, často ovlivněná i subjektivními prohlášeními významných osobností, vysvětlují značnou rozkolísanost kurzového vývoje v krátkém období v posledních letech.

8.4 Systémy devizového kurzu

V dosavadním výkladu jsme se zabývali devizovým kurzem jako obecnou ekonomickou kategorií. Objasnili jsme si faktory oscilace a determinace devizového kurzu, tedy jeho objektivní (kvalitativní) stránku. Devizový kurz má však i svou subjektivní stránku. Je nástrojem hospodářské politiky vlády, resp. nástrojem měnové a kurzové politiky centrální banky. Jestliže budeme posuzovat devizový kurz jako nástroj hospodářské politiky, zjistíme, že v jednotlivých zemích existuje velmi rozdílné konkrétní uspořádání kurzových vztahů. Projevuje se mimo jiné také v tom, že různé země používají rozdílná pravidla a mechanismy tvorby devizového kurzu a jeho řízení při uskutečňování plateb do zahraničí a inkas ze zahraničí. Soubor těchto pravidel a mechanismů tvoří **systém devizového kurzu**.

Konkrétní uspořádání kurzových vztahů v rámci jednotlivých systémů devizových kurzů je spojeno především s odlišnou úlohou vlády (resp. centrální banky) a trhu při determinaci devizového kurzu a současně s rozdílnou mírou pružnosti či stability kurzu. Různé systémy devizových kurzů působí rozdílně na přizpůsobování vnitřních a zahraničních cen, na platební bilanci i vývoj devizových rezerv. Vytvářejí rovněž nestejně předpoklady pro měnovou a fiskální politiku i pro vznik a řízení devizových rizik v mikrosféře.

V této podkapitole se seznámíme s klasifikací systémů devizových kurzů v tržních i netržních ekonomikách. Pozornost budeme nejprve věnovat těm systémům, které jsou charakteristické pro směnitelné měny:

- systém volně pohyblivých kurzů, označovaný jako floating (anglicky clean float, free float nebo independent float),
- systém kurzů s řízenou pohyblivostí, resp. řízený floating (anglicky dirty float, nebo také managed float),
- systém pevných kurzů s limitovanými hranicemi oscilace (fixed rates, též adjustable peg),
- systém kurzů vázaných (pegged), ať už k jedné měně anebo ke skupině měn (měnovému koši),
- systém regionálně pevných kurzů (např. Exchange Rate Mechanism v rámci EMS⁹⁵, nebo ERM II⁹⁶),
- systém kurzů s klouzavými (postupnými) změnami parit (crawling peg).

Všechny uvedené systémy představují různé varianty **pružných kurzů** (flexible rates), typické pro směnitelné měny. Vedle toho však existují rozdílné způsoby uspořádání kurzů nesměnitelných měn v netržních ekonomikách. Jedná se o **nepružné devizové kurzy**, které nereagují na vývoj tržních faktorů.

Systémy pružných devizových kurzů

Postupný rozpad bretton-woodského měnového systému začátkem 70. let byl zároveň rozpadem relativně jednotného kurzového systému členských zemí Mezinárodního měnového fondu. Nerovnováha vnějších vztahů, vnitřní ekonomické problémy jednotlivých zemí a nejednotné cíle národních hospodářských politik se plně odrazily ve vzniku rozdílných kurzových soustav. Oficiální přípuštění floatingu „Výborem 20“ v březnu 1973, které bylo ex post potvrzeno Kingstonskými dohodami (1976), dalo dalšímu vývoji pouze legální právní rámec.

Současná světová kurzová soustava je značně nejednotná a vyznačuje se existencí celé řady národních a regionálních kurzových systémů. V následujícím textu se zaměříme na systémy devizových kurzů směnitelných měn.

Systém pevných kurzů s vazbou na jednu národní měnu

Pevná vazba kurzu domácí měny na jednu národní měnu je historicky nejstarší formou pevných devizových kurzů. Na principech tohoto systému byl založen i tzv. bretton-woodský měnový systém, který fungoval s určitými úpravami nepřetržitě v letech 1945 – 1973. Šlo o pevnou vazbu všech měn členských zemí Mezinárodního měnového fondu na americký dolar s pásmy oscilace $\pm 1\%$ (od roku 1971 $\pm 2,25\%$). Po rozpadu bretton-woodského měnového systému řada zemí pokračovala v pevné vazbě svých měn na individuálně zvolené národní měny.

Pevné kurzy jsou (i přes svůj název) jednou z variant pružných kurzů. Jejich pružnost je však na rozdíl od volně pohyblivých kurzů limitována. Pevné se nazývají proto, že se pohybují pouze v rámci pevně stanovených hranic oscilace. Základem mechanismu fungování pevného devizového kurzu s vazbou na jednu vůdčí měnu je tedy stanovení ústředního kurzu a vymezení povolených pásem oscilace. Tento systém pevných kurzů je v anglické literatuře označován termínem adjustable peg (někdy je také nazýván systémem bretton-woodských kurzů). Centrální banka zabezpečuje dodržování stanovených pásem oscilace prostřednictvím devizových intervencí na devizovém trhu.

⁹⁵ Evropský měnový systém

⁹⁶ Evropský mechanismus směnných kurzů II (European Exchange Rate Mechanism II)

Pásma oscilace mohou být stanovena v různém rozpětí. Úzká pásma oscilace jsou na jedné straně výhodná pro domácí exportéry a importéry, neboť minimalizují jejich kurzové riziko, na druhé straně nejsou nejvhodnější z pohledu měnové politiky centrální banky. Uhlídání pohybu devizového kurzu v úzkých pásmech oscilace je náročné jednak na rozsah prováděných devizových intervencí, jednak je zde značně omezen manévrovací prostor centrální banky při kontrole domácí peněžní zásoby a domácích úrokových sazeb. Z těchto důvodů lze pozorovat historický posun spíše ve prospěch širších pásem oscilace.

System volně pohyblivých devizových kurzů

K širšímu uplatnění volně pohyblivých kurzů došlo v souvislosti s rozpadem bretton-woodského měnového systému na počátku 70. let.⁹⁷ Některé země uplatňovaly floating nepřímo, vazbou své měny na USD či jinou volně pohyblivou národní měnu. V návaznosti na doporučení mezinárodní konference v Kingstonu na Jamajce, v roce 1976, se stal systém volně pohyblivých kurzů jedním z možných systémů uplatňovaných v rámci Mezinárodního měnového fondu.

Volně pohyblivé kurzy se přizpůsobují bez omezení, tedy volně, změnám poptávky a nabídky na devizovém trhu a reagují tak zcela přirozeně na vývoj inflace, úrokových sazeb a dalších tržních faktorů, které determinují jejich rovnovážnou úroveň. Volně pohyblivé kurzy se uplatňují zásadně u volně směnitelných měn. Nemají vymezen ústřední kurz a rovněž rozsah jejich oscilace není nijak omezen, tzn., že nejsou intervenovány centrální bankou. Mezinárodní spolupráce ovlivňuje jejich vývoj zpravidla jen nepřímo. Pokud země uplatňuje čistý floating, provádí nezávislou kurzovou politiku, s tím, že respektuje případná mezinárodní ujednání, která mají nepřímý vliv na vývoj devizového kurzu (např. v oblasti úrokové politiky).

System kurzů s řízenou pohyblivostí

Reakcí na značnou rozkolísanost devizových kurzů v období 70. let byla řada jednání o spolupráci v kurzové oblasti. Za nejvýznamnější lze považovat Louvreskou dohodu (Louvre Accord) o zavedení řízeného floatingu, podepsanou v roce 1987 v Paříži. Tato dohoda navázala na jednání o spolupráci v oblasti kurzové politiky z roku 1985 (Plazza Agreement) a z roku 1986 v Tokiu.

System kurzů s řízenou pohyblivostí představuje kompromis mezi volně pohyblivými devizovými kurzy s neomezenou oscilací a pevnými kurzy se širokými pásmy oscilace. Je možné ho charakterizovat jako system kurzů, jejichž pružnost je řízena na základě intervencí, které centrální banka provádí, aniž by k takovým opatřením byla zavázána dohodou o pevně stanovených a předem vymezených pásmech oscilace. Řízený floating umožňuje krátkodobě stabilizovat devizový kurz, zabránit jeho neúměrným výkyvům a snížit tak rizika a nejistoty v mezinárodním obchodě a investování. Současně ale vytváří předpoklady k tomu, aby devizový kurz v dlouhém období odrážel inflační diferenciál a ostatní základní dlouhodobé determinanty devizového kurzu.

⁹⁷ Zatímco před zrušením směnitelnosti USD za zlato v roce 1971 používalo floating pouze 4 % měn, v roce 1973 po druhé devalvací USD to bylo 17 % a v roce 1976 využívalo přímý floating již 30 % měn.

Systémy pevných devizových kurzů po rozpadu bretton-woodského měnového systému

Pevné devizové kurzy po rozpadu bretton-woodského měnového systému našly své uplatnění zejména v malých a otevřených ekonomikách s integračními tendencemi. Postupně vznikly tři nové kurzové systémy:

- systém kurzů s pevnou vazbou na měnový koš,
- systém kurzů s pevnou vazbou na více národních měn, resp. systém regionálně pevných devizových kurzů,
- systém pevných kurzů s pružnými (postupnými) změnami ústředních kurzů.

Systém kurzů s pevnou vazbou na měnový koš

Systém pevných devizových kurzů s vazbou na jednu národní měnu byl kritizován mimo jiné i proto, že pevná vazba na jednu měnu fakticky představuje volný pohyb kurzu k ostatním měnám společně s vůdčí měnou. V podmínkách diverzifikovaného zahraničního obchodu nebo platebních vztahů proto ztrácí vazba na jednu měnu svoje opodstatnění a jako výhodnější se jeví vazba na individuální měnový koš nebo příp. vazba na standardizovanou košovou měnovou jednotku (SDR).

Výběr měn a stanovení jejich váhových podílů v měnovém koši bývá obvykle proveden na základě podílu jednotlivých zemí v zahraničním obchodě dané země a dále na základě významu jednotlivých zahraničních měn pro mezinárodní platební styk této země.

Kurzové mechanismy založené na stanovení ústředního kurzu pomocí košové metody vykazují jeden společný znak. Za předpokladu, že nejsou provedeny devalvace nebo revalvace výchozích bazických kurzů, apreciační pohyby jedné skupiny měn v souboru se navzájem kompenzují s depreciačními pohyby druhé skupiny měn v souboru, tzn., že vykazují větší stabilitu devizového kurzu.

Systém regionálně pevných devizových kurzů (ERM)

Uvolnění pohybu devizových kurzů po rozpadu bretton-woodského měnového systému bylo v rozporu s integračními tendencemi členských zemí Evropského společenství (ES). Integrační úsilí těchto zemí v měnové oblasti vyvrcholilo v roce 1979 založením Evropského měnového systému (EMS). Hlavním cílem Evropského měnového systému bylo obnovit stabilní kurzové vztahy mezi měnami členských zemí a přispět tak k prohloubení ekonomické integrace. Evropský měnový systém se opíral o tři vzájemně propojené prvky – evropskou měnovou jednotku (ECU), evropský kurzový mechanismus (ERM) a o úvěrový mechanismus.

Kurzový mechanismus Evropského měnového systému spojoval systém pevných kurzů uplatňovaných v rámci daného regionu, se systémem volně pohyblivých kurzů mimo rámec regionu. Devizové kurzy měn zúčastněných zemí udržovaly striktně vymezená pásma oscilace mezi sebou navzájem, zatímco ve vztahu k měnám mimo ERM se volně pohybovaly. To umožňovalo snižovat kurzová rizika a vytvářet příznivější klima pro vzájemné obchodní a kapitálové transakce uvnitř regionu a zároveň byl měnový vývoj všech zúčastněných zemí ovlivňován vnějšími vlivy, zprostředkovanými především vývojem kurzu amerického dolaru a japonského jenu.

Evropský kurzový mechanismus byl tedy založen na intervenčních nákupech a prodeích národních měn členských zemí příslušnými centrálními bankami na jejich národních devizových trzích.

Po zavedení Evropské měnové unie (EMU) a jednotné měny euro (EUR) od 1. 1. 1999 byl původní evropský kurzový mechanismus (ERM) nahrazen novým mechanismem ERM II.

Tohoto mechanismu se účastní země, které nejsou dosud členy EMU a o toto členství usilují. Účast v ERM II je jednou z podmínek (maastrichtských kritérií konvergence) pro přijetí do Evropské měnové unie. ERM II je založen na uplatňování systému pevného kurzu vůči měnové jednotce euro s pásmy oscilace $\pm 2,25$ %.

Systém pevných kurzů s pružnými změnami ústředních kurzů (crawling peg)

Crawling peg je specifický typ systému pevného devizového kurzu, v rámci kterého centrální banka provádí relativně časté úpravy ústředního kurzu v postupných krocích. Systém kurzů s postupnými změnami parit tak představuje kompromis mezi systémem volně pohyblivých kurzů s neomezenou oscilací a systémem pevných kurzů. O tomto systému se původně přemýšlelo jako o jedné z alternativ, která by mohla nahradit breton-woodský měnový systém. Přednost tohoto systému byla a je spatřována právě ve velice pružných úpravách ústředních kurzů, které jsou výhodné (nezbytné) zejména pro země s vysokými tempy inflace. Crawling peg je dokladem hledání racionální míry pružnosti kurzu, která by zabezpečovala jeho dlouhodobou reálnost a usnadnila hladký průběh vyrovnávacího procesu. Současně by umožňovala krátkodobou stabilitu devizového kurzu, a tím by snižovala kurzová rizika exportérů a importérů u krátkodobých pohledávek a závazků v zahraničních měnách.

Na závěr je třeba zdůraznit, že optimální volba systému devizových kurzů musí respektovat odlišnost reálných ekonomických a měnových podmínek různých zemí. Musí přihlížet zejména k úrovni ekonomické vyspělosti státu, k účasti v integračních seskupeních, ke stupni otevřenosti ekonomiky a k tempu růstu inflace v zemi. Kurzová stabilita může být dlouhodobě udržována jen tehdy, jestliže reálný vývoj ekonomiky je dlouhodobě stabilní a ve vztahu k ostatním zemím vyrovnaný.

Systémy nepružných devizových kurzů

Systémy nepružných devizových kurzů používají země, jejichž národní měna nemá statut směnitelnosti. Jejich společným znakem je administrativní způsob odvozování. Devizový kurz může být stanoven zcela subjektivně, nebo se výpočet provádí na základě statistického poměrování cenových hladin dvou zemí či na základě průměrné ceny deviz vypočtené z tzv. reprodukčních nákladů deviz.

Pro systémy nepružných devizových kurzů je typická jejich pluralita. Pluralitní devizová soustava je obvykle tvořena několika oficiálními kurzy, diferencovanými podle druhu plateb (kurzy pro obchodní a neobchodní platby, turistický kurz), nebo podle subjektu plateb (pro devizové rezidenty a nerezidenty), popř. i podle druhu měn. Vedle těchto oficiálních kurzů existuje také černý kurz pro nelegální devizové operace. Jeho úroveň se často považuje za neobjektivnější z hlediska rovnovážného devizového kurzu, protože oficiální kurzy bývají zpravidla nadhodnocené, vzhledem k tomu, že administrativní úpravy se provádějí se značným časovým zpožděním za vývojem inflace.

Shrnutí kapitoly

Mezinárodní finance je možné chápat jako systém peněžních (zejména měnových a úvěrových) vztahů, jejichž prostřednictvím dochází k pohybu peněžních fondů v mezinárodním měřítku. K základním funkcím mezinárodních financí patří úkol vytvořit měnové, úvěrové, platební a jiné finanční podmínky k plynulému rozvoji mezinárodní spolupráce, zejména v oblasti mezinárodního obchodu a investování.

V současném pojetí pod pojmem platební bilance rozumíme systematický statistický záznam všech ekonomických transakcí, které byly uskutečněny mezi devizovými tuzemci a cizozemci za určité zvolené období.

Devizový kurz nám udává, v jakém poměru se zahraniční měnové jednotky vzájemně přepočítávají a směňují, tzn., jedná se o vyjádření ceny jedné měnové jednotky v jednotkách jiné měny.

Mezi faktory ovlivňující vývoj devizových kurzů patří platební bilance, devizová spekulace, intervence centrálních bank, inflační a úrokový diferenciál, domácí ekonomické a politické podmínky. Tyto faktory způsobují oscilaci devizového kurzu. Na ceně deviz se projevují prostřednictvím působení tržních sil poptávky a nabídky.

Otázky k zamyšlení

1. Jaké jsou hlavní motivy pohybu peněz v mezinárodním měřítku?
2. Co představují mezinárodní finance?
3. Definujte pojem platební bilance.
4. Které hlavní položky obsahuje platební bilance?
5. Co je podstatné pro členění transakcí na kreditní a debetní stranu platební bilance?
6. Jakým způsobem je možné sestavit saldo platební bilance?
7. Definujte devizový kurz.
8. Vyjmenujte a vysvětlete, co tvoří hlavní determinanty devizových kurzů.
9. Vysvětlete členění systémů devizového kurzu.

Pojmy k zapamatování

- mezinárodní finance,
- platební bilance,
- devizový tuzemec,
- devizový cizozemec,
- devizový kurz,
- determinanty devizového kurzu,
- inflační diferenciál,
- úrokový diferenciál,
- mezinárodní Fischerův efekt,
- systém devizového kurzu.

9 MEZINÁRODNÍ MĚNOVÝ SYSTÉM

Cíl kapitoly

Cílem následující kapitoly je vysvětlení souvislostí se vznikem a vývojem mezinárodního měnového systému a vzájemných vazeb mezi měnami a měnovými systémy jednotlivých zemí a oblastí. Souběžně si vysvětlíme i pojem mezinárodní finanční systém a uvedeme mechanismy a vývoj mezinárodní měnové spolupráce.

Časová zátěž

Prostudování této kapitoly věnujte desátý týden výuky v celkovém rozsahu 8 hodin.

9.1 Vznik a vývoj mezinárodního měnového systému

Rozvoj světové ekonomiky je v současné době nemyslitelný bez vzájemné provázanosti jednotlivých národních ekonomik. Ekonomiky jednotlivých zemí jsou propojeny prostřednictvím mezinárodního obchodu a mezinárodního pohybu kapitálu, které by nefungovaly bez existence rozvinutého a všeobecně uznávaného měnového a finančního systému.

Mezinárodní měnový systém je souhrnem vzájemných vazeb mezi měnami a měnovými systémy jednotlivých zemí a oblastí. Vznikal od poloviny 19. století jako důsledek a současně jako podmínka vzniku světového trhu. Souběžně se vytvářel **mezinárodní finanční systém**, který lze definovat jako souhrn peněžních, platebních, měnových, úvěrových a kapitálových vztahů, které vznikají při mezinárodní hospodářské spolupráci.

Mezinárodní měnová a finanční spolupráce se začala utvářet v 19. století. Z počátku nešlo o spolupráci ve formě, jak ji známe dnes, tedy o spolupráci založenou na vytváření nadnárodních měnových institucí s vymezeným statutem činnosti. V historických počátcích šlo většinou o dohody uzavírané mezi jednotlivými zeměmi.

Příkladem těchto forem spolupráce byly **mincovní unie**. Cílem Latinské mincovní unie (uzavřené roku 1865 mezi Francií, Belgií, Itálií a Švýcarskem) bylo udržení měnového bimetalismu, tedy měnového systému, ve kterém funkci měnového kovu plnilo zlato a stříbro (v pevném poměru 1 : 15,5). Latinská mincovní unie neměla dlouhého trvání a v roce 1878 byla ražba stříbrných mincí zastavena, neboť v důsledku znehodnocování stříbra v ostatních zemích, docházelo k odlivu zlata ze zemí unie. Skandinávská mincovní unie (z roku 1872), usilovala naopak o přechod na standard zlaté mince.

K zavádění **standardu zlaté mince** začalo docházet v průběhu druhé poloviny 70. let devatenáctého století. Pro tento měnový systém byla charakteristická volná ražba zlatých mincí, směnitelnost ostatních druhů peněz (zejména bankovek) za zlato a volný dovoz a vývoz zlata. Oběh zlatých mincí a směnitelnost ostatních druhů peněz za zlato vytvářely mechanismy automatické živelné regulace množství peněz v oběhu. Standard zlaté mince působil pozitivně i na tendenci k vyrovnanosti platebních bilancí, zvláště pak vývozu a dovozu zboží. Pozitivní působení standardu zlaté mince bylo důvodem, že v tomto období nedocházelo k žádným významnějším dohodám o úpravě mezinárodních měnových a finančních vztahů.

9.2 Bretton-woodský měnový systém

Představy o poválečné mezinárodní měnové spolupráci byly formulovány na měnové a finanční konferenci v Bretton Woods v roce 1944 a na konferenci v Havaně v roce 1948. Spolupráce měla být založena na vybudování mezinárodního měnového systému, na tvorbě mezinárodních zdrojů kapitálu pro rekonstrukci válkou zničeného hospodářství a na obnově a rozvoji mezinárodního obchodu.

Rozhodující jednání o uspořádání poválečných měnových vztahů bylo vedeno ve dnech 1. až 22. července 1944 v americkém městě **Bretton Woods** za účasti delegátů ze 44 spojeneckých zemí. Cílem konference bylo dohodnout a zavést takový mezinárodní měnový systém, který by podporoval rozvoj mezinárodního obchodu, zajišťoval stabilitu mezinárodních hospodářských vztahů a vytvářel atmosféru vzájemné důvěry. Zúčastněné země vypracovaly návrh budoucího mezinárodního měnového systému založeného na pevných devizových kurzech. Na konferenci se tak ustanovil **bretton-woodský měnový systém**, který fungoval až do počátku 70. let minulého století.

Mechanismus pevných devizových kurzů měl zabraňovat prudkým výkyvům kurzů a přispívat tak k udržení jejich dlouhodobé stability a tím vytvářet příznivé podmínky pro mezinárodní pohyb zboží a služeb a pro mezinárodní pohyb kapitálu.

V souladu s tím byly členské země Mezinárodního měnového fondu vázány povinností vyjadřovat paritu své národní měny ve zlatě nebo v amerických dolarech s tím, že změna parity o více než 10 % od původně vymezené musí být konzultována s Fondem. Podle dalších ujednání měly být vzájemné devizové operace prováděny na základě pevných devizových kurzů, při maximální odchylce ± 1 % od základní parity.

Na počátku 70. let začaly některé země revalvovat své národní měny a současně začalo docházet i k postupnému zavádění systému volně pohyblivých devizových kurzů (floatingu). V prosinci 1971 došlo na základě tzv. Smithsoniánské (Washingtonské) dohody k první devalvaci amerického dolaru (o 7,89 %) na 38 USD za trojskou unci. Bylo rovněž odsouhlaseno rozšíření povolených oscilačních pásem na $\pm 2,25$ % od základní parity. Washingtonská dohoda znamenala pouze dočasné uklidnění měnových vztahů. V březnu 1973 došlo ke druhé devalvaci amerického dolaru (o 10 %) na 42,22 USD za trojskou unci zlata. Nadále také pokračoval přechod národních měn k systému volně pohyblivých devizových kurzů.

Od počátku 70. let tak začalo docházet k postupnému rozpadu bretton-woodského měnového systému pevných devizových kurzů. Vedení Mezinárodního měnového fondu reagovalo na tento vývoj zpočátku drobnými reformami v oblasti měnové politiky (např. zmiňovaným rozšířením oscilačního pásma na $\pm 2,25$ % apod.). Zásadní změna kurzového mechanismu byla provedena po výroční konferenci Fondu, která se konala v roce 1976 v Kingstonu na Jamajce. Na základě výsledků této konference došlo k legalizaci existujícího stavu v kurzové oblasti, tj. využívání systému volně pohyblivých devizových kurzů. Současně byla potvrzena politika směřující k omezení peněžních funkcí zlata a jeho nahrazení systémem zvláštních práv čerpání. Úprava statutu Mezinárodního měnového fondu v tomto smyslu vstoupila v platnost 1. dubna 1978.

Tím došlo k oficiálnímu opuštění koncepce dlouhodobé kurzové stability prosazované od 2. světové války Mezinárodním měnovým fondem. Dohled a kontrola nad pohyby a vývojem devizových kurzů přešly výlučně do kompetence jednotlivých zemí a jejich centrálních bank. Každá členská země Fondu si od té doby může zvolit jakýkoliv systém devizových kurzů. Členské země jsou však povinny přijatou kurzovou soustavu udržovat a nahlásit Fondu

případný přechod na kurzovou soustavu jinou. Tento měnový systém je označován jako **Jamajský měnový systém**.

9.3 Vznik a fungování mezinárodních měnových a finančních institucí

Banka pro mezinárodní platby

Jednou z nejstarších doposud existujících mezinárodních měnových institucí je Banka pro mezinárodní platby (**Bank for International Settlements – BIS**), která byla založena roku 1930. V současné době jsou členy BIS skoro všechny centrální banky evropských zemí, Evropská centrální banka, centrální banky USA, Kanady, Japonska, Austrálie, Jihoafrické republiky a dalších zemí. Dalo by se říci, že BIS je především evropskou bankovní institucí, protože většina kapitálu vlastněného americkými a japonskými bankami přešla do rukou evropských centrálních bank. BIS má sídlo ve švýcarské Basileji a požívá podobných výsad jako Mezinárodní měnový fond, skupina Světové banky či centrální banky v podobě imunity, výhod fiskálního charakteru (osvobození od daní, neomezené nakládání se zlatem a devizami aj.), není subjektem švýcarského práva atd.⁹⁸

V prvním období své činnosti prováděla BIS operace spojené s likvidací válečných reparací Německa po 1. světové válce a různé operace pro centrální banky evropských zemí týkající se především obchodů se zlatem. Období 2. světové války bylo obdobím stagnace v činnosti banky. Banka se navíc zkompromitovala vydáním deponovaného zlata Československou národní bankou Říšské bance. Na konferenci v Bretton Woods se dokonce uvažovalo o jejím zrušení.

BIS zůstala nakonec zachována pro svůj význam v plnění specifických funkcí regionálního charakteru. Její činnost se postupně oživovala. V roce 1946 navázala spolupráci s bretton-woodskými institucemi a v dalších letech prováděla zúčtovací operace mezi evropskými zeměmi v rámci Marshallova plánu. V padesátých a šedesátých letech se zvyšovala úloha banky jako agenta zmocněnce různých evropských mezinárodních organizací. Banka se také podílela na koordinaci swapových operací centrálních bank a stala se hlavním účastníkem trhu se zlatem. V 70. letech se banka podílela na operacích zaměřených na udržení stability devizových kurzů měn členských zemí ES a později EMS.

V současné době se banka zaměřuje především na podporu měnové a finanční spolupráce evropských centrálních bank (v oblasti měnové politiky, bankovní regulace a dohledu, řízení jejich devizových rezerv, ekonomického a měnového výzkumu).

Mezinárodní měnový fond

Na mezinárodní měnové konferenci v Bretton Woods v červenci 1944 byly založeny dvě hlavní instituce dosavadní měnové a finanční spolupráce, Mezinárodní měnový fond (**International Monetary Fund**) a Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj (International Bank for Reconstruction and Development).

Dohoda o vzniku obou institucí vstoupila v platnost 27. prosince 1945, kdy také obě instituce oficiálně zahájily svoji činnost. Finanční operace Fond začal realizovat až 1. března 1947. Jeho sídlem je Washington, D.C. (USA).

⁹⁸ BIS History. Dostupné na: <<http://www.bis.org/about/history.htm>>.

Politika a činnost Mezinárodního měnového fondu vycházejí z jeho stanov (známé jako „Články dohody“). Původní stanovy byly zásadně změněny na základě dohody o zvláštních právech čerpání uzavřené v Riu de Janeiru v roce 1967 (s účinností od 28. 7. 1969) a dohody o reformě mezinárodního měnového systému podepsané v Kingstonu na Jamajce v roce 1976 (s účinností od 1. 4. 1978).⁹⁹ V článku I. stanov Mezinárodního měnového fondu jsou formulovány **cíle**, kterými se má Fond řídit při každém svém jednání a při všech rozhodnutích:¹⁰⁰

- podporovat mezinárodní měnovou součinnost (konzultace apod.) stálou institucí, která zabezpečí mechanismus konzultací a spolupráce v mezinárodních měnových otázkách,
- usnadňovat rozvoj a vyrovnaný růst mezinárodního obchodu a přispívat tak k podpoře a udržování vysokého stupně zaměstnanosti a reálného důchodu i k rozvoji výrobních zdrojů všech členů jakožto prvořadých cílů hospodářské politiky,
- podporovat kurzovou stabilitu, udržovat řádná devizová ujednání mezi členy a vyhnout se konkurenčnímu znehodnocování měn,
- napomáhat při ustanovení mnohostranného systému plateb pro běžné transakce mezi členy a při odstraňování devizových omezení, která brání rozvoji mezinárodního obchodu,
- dodávat členům důvěru tím, že jim budou za přiměřených jistot dočasně přístupné všeobecné zdroje Fondu, a poskytovat jim takto možnost napravit poruchy ve vyrovnanosti jejich platebních bilancí, aniž by se Fond uchýloval k opatřením, která by mohla být škodlivá národní či mezinárodní prosperitě,
- zkracovat trvání a zmírnit stupeň nerovnováhy v mezinárodních platebních bilancích členů Fondu.

Mezinárodní měnový fond musel v průběhu své činnosti reagovat na měnící se situaci na mezinárodních finančních trzích a rozšířit původně stanovené cíle. Cíle Fondu se postupně rozšířily především o:¹⁰¹

- vytváření nových prostředků mezinárodní likvidity (SDR),
- pomoc při řešení problému zadluženosti,
- pomoc při řešení finančních krizí,
- výzkumně informační a poradenskou činnost.

V roce 2001 přijal Mezinárodní měnový fond novou strategii, která se zaměřuje na předcházení finančním krizím. Značná pozornost byla věnována analýze příčin finančních krizí. Protože byly příčiny často spojovány s problémy bankovního sektoru, soustřeďuje se Mezinárodní měnový fond právě na analýzu bank a ostatních finančních institucí (analýzu ukazatelů vnější zadluženosti), které mají signalizovat případné problémy. Jak se ukázalo v nedávné minulosti, případné analýzy mohou upozornit na určité nebezpečí, ale vypuknutí krize stejně nezabrání.

Skupina Světové banky

Jak jsme již uvedli, na mezinárodní měnové konferenci v Bretton Woods v červenci 1944 došlo k založení Mezinárodního měnového fondu (International Monetary Fund) a

⁹⁹ MARKOVÁ, J. *Mezinárodní měnová spolupráce*. Praha: VŠE, Nakladatelství Oeconomica, 2006, s. 28.

¹⁰⁰ International Monetary Fund Articles of Agreement (schváleny 11. listopadu 1992). Washington, D. C. s. 5.

¹⁰¹ MARKOVÁ, J. *Mezinárodní měnová spolupráce*. Praha: VŠE, Nakladatelství Oeconomica, 2006, s. 29.

Mezinárodní banky pro obnovu a rozvoj (International Bank for Reconstruction and Development).

Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj je hlavní institucí tzv. Skupiny Světové banky (The World Bank Group). V průběhu let se postupně k této hlavní instituci přidružily další agencie, které plní specifické úkoly a spolu s Mezinárodní bankou pro obnovu a rozvoj tvoří zmiňovanou Skupinu Světové banky:

- *Mezinárodní sdružení (asociace) pro rozvoj* (IDA),
- *Mezinárodní finanční korporace* (IFC),
- *Agentura pro poskytování mnohostranných investičních záruk* (MIGA),
- *Mezinárodní centrum pro řešení investičních sporů* (ICSID).

Přidružené agencie jsou formálně samostatné a každá z nich plní specifické funkce. Ve skutečnosti tvoří uvedené instituce nedílnou součást Skupiny Světové banky a navzájem se doplňují. Všechny čtyři agencie jsou nadnárodními institucemi a mají stejné výsady jako Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj. Členem přidružených organizací se může stát pouze členská země Banky.

Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj

Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj (**International Bank for Reconstruction and Development – IBRD**) zahájila svoji činnost v červnu 1946 ve Washingtonu, kde má své sídlo. Členy Banky mohou být pouze členské země Mezinárodního měnového fondu. Členství v IBRD neznamena automatické členství v ostatních, výše uvedených institucích Skupiny Světové banky.

K původnímu poslání Mezinárodní banky pro obnovu a rozvoj patřilo **financování poválečné obnovy** hospodářství členských zemí. První úvěry (ve výši 500 mil. USD) byly použity skutečně na tyto účely a směřovaly do zemí západní Evropy. Po přijetí Marshallova plánu se těžiště činnosti banky přesunulo do financování strukturálních a rozvojových programů především v oblasti rozvojových zemí.

Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj je tedy nejvýznamnější institucí, která poskytuje úvěry rozvojovým zemím na financování projektů a programů v nejrůznějších odvětvích ekonomiky. Významná je i činnost Banky v oblasti ekonomické analýzy a výzkumu, technické pomoci, tvorby rozvojových strategií a ovlivňování směrů hospodářské politiky rozvojových zemí.¹⁰²

Činnost IBRD, stejně jako její politika je upravena články Dohody (Articles of Agreement), kde jsou **hlavní cíle** Banky uvedeny:¹⁰³

- přispívat k hospodářskému rozvoji ekonomicky slabších členských zemí podporou produktivních investic,
- podporovat rozvoj výrobních zdrojů za účelem růstu světového obchodu a životní úrovně nejširší populace,
- koordinovat poskytování půjček tak, aby byla zajištěna priorita nejnaléhavějších projektů.

Úvěry poskytované IBRD členským zemím jsou vždy určeny na konkrétní projekt a týkají se dlouhodobých strukturálních programů. Ke zdrojům, které pro tyto účely Banka používá, patří jak vlastní zdroje (tvořené základním kapitálem a rezervami), tak zdroje cizí (získané emisí

¹⁰² MARKOVÁ, J. *Mezinárodní měnová spolupráce*. Praha: VŠE, Nakladatelství Oeconomica, 2006, s. 107, 108.

¹⁰³ IBRD Articles of Agreement. Dostupné na: <<http://web.worldbank.org>>.

obligací). Banka používá i další zdroje, které získává odprodejem části svých úvěrů nebo tzv. spolufinancováním.

Mezinárodní sdružení pro rozvoj

Mezinárodní sdružení (asociace) pro rozvoj (**International Development Association – IDA**) bylo založeno v roce 1960.¹⁰⁴ V květnu 1961 byl touto institucí poskytnut první úvěr.

IDA poskytuje úvěry vládám chudých rozvojových zemí, jejichž HDP na obyvatele je nižší než stanovená částka v USD¹⁰⁵ ročně (tato výše HDP na obyvatele je pravidelně valorizována) a pro něž jsou úvěry od IBRD příliš drahé. IDA je nezávislá na IBRD a neexistuje ani žádné kapitálové propojení (IBRD nesmí poskytovat IDA úvěry). Finanční zdroje IDA jsou tvořeny nenávratnými příspěvky vlád členských zemí (obnovují se zpravidla jednou za tři roky) a částí zisku IBRD ve výši 20 %.

Mezinárodní finanční korporace

Mezinárodní finanční korporace (**International Finance Corporation – IFC**) byla založena v roce 1956. Jejím základním cílem je podpora rozvoje soukromého sektoru v rozvojových zemích. Má vlastní pravidla činnosti a je právně i finančně nezávislá. Své aktivity koordinuje s ostatními členy Skupiny Světové banky.

Hlavními úvěrovými zdroji této instituce jsou, kromě vkladů členských zemí, cizí zdroje, které IFC získává emisí vlastních dluhopisů na mezinárodních finančních trzích. IFC má možnost získat úvěry od IBRD, avšak výše těchto úvěrů nesmí přesáhnout čtyřnásobek jejího základního kapitálu.

Mezinárodní agentura pro poskytování mnohostranných investičních záruk

Mezinárodní agentura pro poskytování mnohostranných investičních záruk (**Multilateral Investment Guarantee Agency – MIGA**) byla založena v roce 1988. Hlavním cílem agentury je podpora přílivu soukromého kapitálu ve formě přímých zahraničních investic do rozvojových zemí, a to prostřednictvím garancí a záruk investorům převážně za tzv. neobchodní rizika (riziko zestátnění, ztráty v důsledku válečných konfliktů aj.). Členy agentury se mohou stát pouze členské země IBRD.¹⁰⁶

Mezinárodní centrum pro řešení investičních sporů

Mezinárodní centrum pro řešení investičních sporů (**International Centre for Settlement of Investment Disputes – ICSID**) zahájilo svoji činnost v roce 1966. Smyslem činnosti ICSID je řešení investičních sporů mezi vládami a soukromými zahraničními investory. Spory se snaží řešit nejdříve dohodou (prostřednictvím smířčích soudců), nebo arbitráží (činností rozhodců). Právním podkladem pro činnost ICSID je „Úmluva o řešení sporů z investic mezi státy a občany druhých států“ (známá též jako Washingtonská úmluva). Tato úmluva vstoupila v platnost v roce 1966.

Náklady na spory hradí zúčastněné strany. Chod Centra je hrazen z rozpočtu IBRD. Arbitrážní rozhodnutí ICSID jsou závazná pro všechny členské země. ICSID poskytuje také

¹⁰⁴ IDA Articles of Agreement, (Effective September 24, 1960). Washington.

¹⁰⁵ IDA Background. Dostupné na: <<http://web.worldbank.org>>.

¹⁰⁶ Více o MIGA viz <<http://www.miga.org/screens/about/about.htm>>.

poradenské služby, provádí výzkumnou činnost a vydává přední publikace v oblasti zahraničního investičního práva.¹⁰⁷

9.4 Formování a význam Hospodářské a měnové unie

Integrační proces západoevropských zemí, započatý koncem 50. let podepsáním Římských dohod, nabývá v posledních letech na nebývalé intenzitě. Během uplynulého období došlo jak k postupnému rozšiřování západoevropské **integrace**, tak i k prohlubování jejího obsahu. Hlavním motivem prohlubování integrace byla především postupná liberalizace pohybu zboží, služeb, kapitálu i osob přes národní hranice členských států a vytvoření jednotného trhu, k čemuž došlo k 1. lednu 1993. Po dosažení liberalizace výkonu ekonomických aktivit v rámci Evropského společenství vyvstaly snahy na další prohlubování integrace prostřednictvím zavedení hospodářské a měnové unie, které byly zahrnuty do Maastrichtských dohod podepsaných vrcholnými představiteli členských zemí Evropského společenství 7. února 1992. Sjednocení národních měn v rámci Evropské unie, respektive jejich nahrazení vytvořením jednotné měny k 1. lednu 1999 představuje významný posun v procesu západoevropské ekonomické integrace a současně i výraznou modifikaci stávajícího mezinárodního měnového systému.

Maastrichtská dohoda

V únoru 1992 byla podepsána v nizozemském Maastrichtu dohoda,¹⁰⁸ která blíže specifikuje další postup EU k hospodářské a měnové unii. Smlouva navázala na Delorovu zprávu a blíže specifikovala z obsahového i časového hlediska jednotlivé etapy budování měnové unie. Ve smlouvě byla přijata rovněž kritéria makroekonomické konvergence pro sblížování ekonomik (tzv. Maastrichtská kritéria). Vstup do závěrečné etapy měnové unie byl podmíněn splněním těchto kritérií ekonomického sblížování. Plnění kritérií bylo průběžně sledováno Komisí ES a Evropským měnovým institutem¹⁰⁹. Tyto instituce informovaly Radu ES o tom, které země požadovaná kritéria plní a jsou tedy způsobilé pro přechod do závěrečné etapy.

K vytvoření Evropské hospodářské a měnové unie, která je charakterizována zavedením jednotné měny euro, došlo 1. ledna 1999.

K tomuto datu začala Evropská měnová unie účinně fungovat. Vstupem do této etapy byly neodvolatelně zafixovány devizové kurzy národních měn k euru a tím také devizové kurzy účastnických zemí mezi sebou navzájem. Odpovědnost za měnovou politiku přešla na Evropský systém centrálních bank (ESCB), který se skládá z Evropské centrální banky (ECB) a národních centrálních bank členských zemí EU. Na konci třetí etapy, která byla ukončena v únoru roku 2002, došlo k výměně národních hotovostních peněz za bankovky a mince euro.

Shrnutí kapitoly

Mezinárodní měnový systém je souhrnem vzájemných vazeb mezi měnami a měnovými systémy jednotlivých zemí a oblastí. Vznikal od poloviny 19. století jako důsledek a současně

¹⁰⁷ Více o ICSID viz <<http://www.worldbank.org/icsid/about/about.htm>>.

¹⁰⁸ Maastrichtská smlouva, nazvaná podle nizozemského Maastrichtu, kde na přelomu let 1991 – 1992 probíhala jednání, formálně zahrnuje dvě smlouvy, Smlouvu o Evropské unii (která se opírá o tři pilíře, ekonomický směřující k EMU, zahraničně politický a bezpečnostní, justice a vnitřních věcí.) a Smlouvu o Evropském společenství, která představuje podstatně rozšířenou verzi Římské smlouvy. Po složitém ratifikačním procesu v jednotlivých členských zemích vstoupily Smlouvy v platnost v listopadu 1993. Nejkonkrétnější iniciativou v rámci Maastrichtské smlouvy byl nový pokus vybudovat Evropskou měnovou unii na základech EMS.

¹⁰⁹ Předchůdce Evropské centrální banky.

jako podmínka vzniku světového trhu. Souběžně se vytvářel mezinárodní finanční systém, který lze definovat jako souhrn peněžních, platebních, měnových, úvěrových a kapitálových vztahů, které vznikají při mezinárodní hospodářské spolupráci.

Mezinárodní měnová a finanční spolupráce se začala utvářet v 19. století. Z počátku nešlo o spolupráci ve formě, jak ji známe dnes, tedy o spolupráci založené na vytváření nadnárodních měnových institucí s vymezeným statutem činnosti. V historických počátcích šlo většinou o dohody uzavírané mezi jednotlivými zeměmi.

Představy o mezinárodní měnové spolupráci po 2. světové válce byly formulovány na měnové a finanční konferenci v Bretton Woods v roce 1944. Na této konferenci bylo rozhodnuto o vzniku nejvýznamnějších nadnárodních institucí – Mezinárodního měnového fondu a Mezinárodní banky pro obnovu a rozvoj.

K vytvoření Evropské hospodářské a měnové unie, která je charakterizována zavedením jednotné měny euro, došlo 1. ledna 1999.

Otázky k zamyšlení

1. Vysvětlíte rozdíl mezi mezinárodním měnovým systémem a mezinárodním finančním systémem.
2. Jak fungoval standard zlaté mince?
3. Na čem byl založen Bretton-woodský měnový systém?
4. Jaké jsou hlavní cíle Mezinárodního měnového fondu v dnešní době?
5. Jaké jsou hlavní cíle Mezinárodní banky pro obnovu a rozvoj v dnešní době?
6. Které instituce jsou sdruženy ve skupině Světové banky?
7. Kdy byla zavedena Evropské měnová unie?

Pojmy k zapamatování

- mezinárodní měnový systém,
- mezinárodní finanční systém,
- standard zlaté mince,
- Bretton-woodský měnový systém,
- Jamajský měnový systém,
- mezinárodní měnová spolupráce,
- mezinárodní měnové instituce,
- Evropská měnová unie,
- konvergenční kritéria.

10 EKONOMICKÉ A FINANČNÍ INDIKÁTORY A INFORMACE

Cíl kapitoly

Po prostudování následující kapitoly se seznámíte jak s finančními, tak s ekonomickými indikátory. Pochopíte souvislosti měnové politiky centrální banky a vývoje hospodářské aktivity dané země, souvislosti mezi výší úrokové míry a situací na trhu dluhopisů, ale i mnohé další.

Studiem kapitoly zjistíte, že sledování hospodářských indikátorů je důležité pro odvození očekávaného vývoje inflace, úrovně úrokových sazeb, ale i vývoje samotného hospodářského cyklu. Čtenář se seznámí s tím, že hrubý domácí produkt představuje výchozí ukazatel pro zjištění velikosti a výkonnosti každé ekonomiky. Pro finanční trhy jsou údaje o výši HDP, stejně tak o vývoji indexu spotřebitelských cen, tedy inflace, velmi důležité a proto jsou podrobovány analýze.

Po nastudování předložené kapitoly se čtenář dokáže zorientovat v burzovních informacích, které jsou pro sledování vývoje na kapitálovém trhu nezbytné.

Časová zátěž

Prostudování této kapitoly věnujte nejméně jedenáctý týden výuky v celkovém rozsahu 8 hodin.

10.1 Význam ekonomických a finančních indikátorů

Každý, kdo se zabývá financemi, musí dříve nebo později narazit na problematiku ekonomických a finančních indikátorů, neboť ekonomický vývoj je jimi determinován. Příkladem může být měnová politika centrální banky, která se projeví v očekávané výši úrokových sazeb a dále ovlivní například podnikatelskou aktivitu v dané zemi.

Pokud jsou jednotlivé indikátory posuzovány izolovaně, je nutné mít na paměti, že mají pouze omezenou vypovídací schopnost. Naopak vysokou vypovídací schopnost přinášejí v okamžiku, kdy jsou dány do širších ekonomických souvislostí.

Dluhopisy a úroková sazba

Základním vztahem, kterým se budeme zabývat, je závislost mezi výší úrokové míry a situací na trhu dluhopisů. Je obecně známo, že existuje inverzní vztah (negativní korelace) mezi úrovní úrokových sazeb a cenou dluhopisů. Rostoucí úroveň úrokových sazeb snižuje cenu dluhopisů a naopak.

Investor drží například státní dluhopisy s výnosem 2,5 % ročně. Pokud by ovšem dluhopis měl odrážet vývoj inflačního prostředí, ve kterém inflace vzrostla oproti předchozímu období o 0,5 %, musí být nové dluhopisy emitované s výnosem alespoň 3,5 %, pokud předpokládáme růst inflace v čase. Na tomto případě je zřejmé, že původní dluhopis s výnosem 2,5 % se stává neatraktivním a jeho cena začíná klesat, neboť investoři budou logicky nakupovat dluhopisy s výnosem 3,5 %. Pokud tedy budeme sledovat vývoj ekonomických indikátorů, je možné zahrnout očekávanou inflaci do svých očekávání.

Poznámka: úroková míra státních dluhopisů emitovaných Českou republikou v listopadu 2007 a splatností v listopadu 2057 je 4,85 %. Informace o úrokových mírách státních dluhopisů

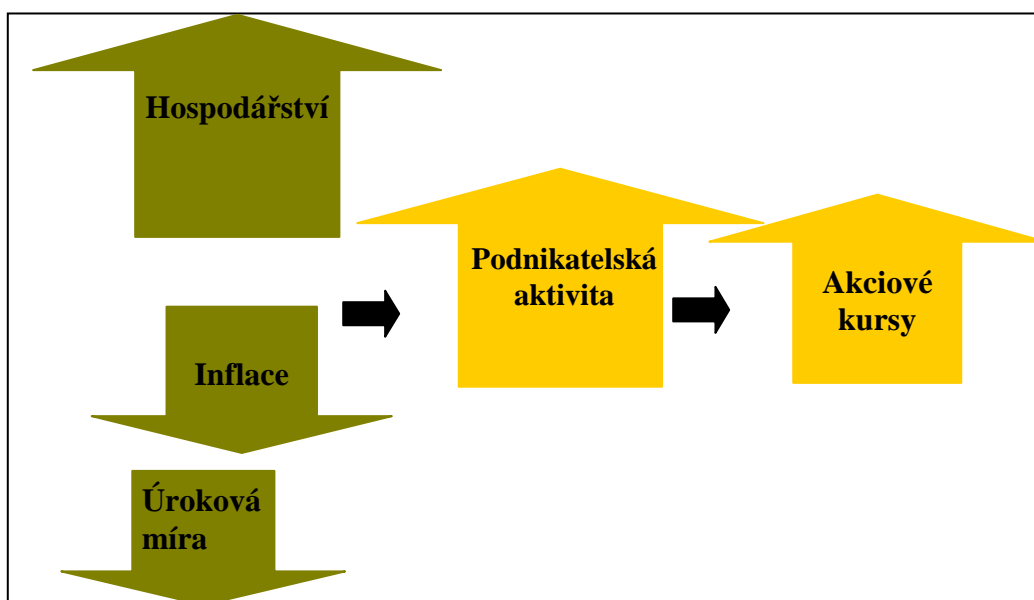
ČR, plánovaných emisích, jejich objemech a datech splatnosti jsou dostupné na internetových stránkách České národní banky¹¹⁰ nebo Ministerstva financí ČR¹¹¹.

Kurzy akcií, výsledky podnikatelské činnosti, hospodářský růst, inflace a úroky

Pokud jsou očekávány pozitivní výsledky podnikatelské činnosti, je jasné, že se tento optimismus odrazí rovněž na akciovém trhu v podobě růstu akciových kurzů. Toto je typické zejména pro růstovou fázi hospodářského cyklu.

Není to pouze vývoj hospodářského cyklu, ale také inflace, která má podstatný vliv na ekonomické výsledky. V případě, že dochází k růstu inflace, projevuje se její růst v reálné hodnotě zisků a dividend. Jejich reálná hodnota klesá a tato okolnost se negativně přelívá do akciových kurzů.

Obrázek 6: Závislost mezi vývojem ekonomiky, úrokovou sazbou, inflací a kurzem



Zdroj: vlastní vyobrazení

Úroková míra, devizový trh a role centrální banky

Podobným způsobem ovlivňuje úroková míra rovněž vývoj na devizovém trhu (trhu, na kterém se obchoduje s cizími měnami). Růst úroku v domácí ekonomice přispívá ke zhodnocení měny.

Zjišťování hodnoty jednotlivých indikátorů

Sledování hlavních hospodářských indikátorů je důležité pro včasné zjištění očekávaného vývoje v oblasti hospodářského cyklu, inflace a úrovně úrokových sazeb. Na základě toho lze usuzovat, jaký bude očekávaný vývoj na devizových, akciových nebo dluhopisových trzích.

¹¹⁰ Více viz <<http://www.cnb.cz/cs/index.html>>.

¹¹¹ Více viz <<http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/>>.

Význam indikátorů se může naplno projevit pouze v případě, že jsou sledovány v souvislostech, nikoli izolovaně. Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt představuje výchozí ukazatel pro zjištění velikosti a výkonnosti každé ekonomiky. Zjednodušeně můžeme říct, že představuje hodnotu, která zahrnuje výši soukromé spotřeby, investic, vládních nákupů a čistého exportu (rozdílu mezi exportem a importem).

$$HDP = C + I + G + NX$$

Jelikož vstupující ukazatele jsou stejné pro všechny ekonomiky, představuje HDP efektivní měřítko pro porovnání výkonnosti jednotlivých zemí. Hrubý domácí produkt měří výkon ekonomiky během určitého období (například během čtvrt roku, roku). Pokud se podíváte na stránky MMF¹¹² (*Mezinárodní měnový fond*) tak zde objevíte vývoj HDP všech států světa.

Měření HDP

K měření velikosti hrubého domácího produktu se využívají dvě metody:

- výdajová
- důchodová

Výdajová metoda vychází z předpokladu, že domácí produkt odráží jednak důchod každého jednotlivce a jednak celkové výdaje za zboží a služby v dané ekonomice.

Při výpočtu HDP výdajovou metodou se sčítají následující položky:

- Výdaje domácností *C*
- Hrubé soukromé investice *I*
- Vládní výdaje na nákup statků a služeb *G*
- Čistý export *NX*

Výdaje domácností představují nejvýznamnější položku HDP. Zahrnují tři druhy výdajů:

- výdaje na statky dlouhodobé spotřeby,
- výdaje na statky krátkodobé spotřeby,
- výdaje na služby.

Spotřeba (soukromá i vládní) představuje v celém objemu přibližně 2/3 hodnoty HDP.

Princip **důchodové metody** spočívá v tom, že každý výdaj je něčí příjem. Tento příjem představuje odměnu za poskytnuté služby výrobních faktorů. Sečteme-li jednotlivé důchodové položky, dostaneme veličinu nazvanou národní důchod *NI*.

Národní důchod představuje součet následujících druhů důchodů:

- mzdy a platy (před zdaněním a odvody sociálního a zdravotního pojištění),
- renty (důchod domácností, za pronájem pozemků a nemovitostí, patří sem i tzv. imputované nájemné, to je nájemné, které by subjekty platily jakoby sami sobě, jelikož bydlí ve vlastních bytech a domech),
- zisky korporací (opět před zdaněním a rozdělením zisku mezi akcionáře a podílníky),
- čisté úroky (rozdíly v úrocích, které domácnosti platí a které dostanou zaplacený),
- důchody ze samozaměstnání (příjmy samostatně podnikajících osob, např. živnostníků).

¹¹² www.imf.org

Pokud tyto důchody sečteme, zjistíme, že vypočítaný národní důchod se nerovná HDP. Aby byly obě veličiny shodné, je nutné provést určité úpravy. Je nutné zohlednit následující položky:

- existenci nepřímých daní, jelikož HDP se počítá podle tržních cen, jejichž součástí je i DPH, případně další nepřímé daně, které musí prodejci odvést státu;
- znehodnocení kapitálu, kdy v tržních cenách je zahrnuta částka, která jde na obnovu opotřebovaného kapitálu a která tedy nevystupuje v podobě důchodu.

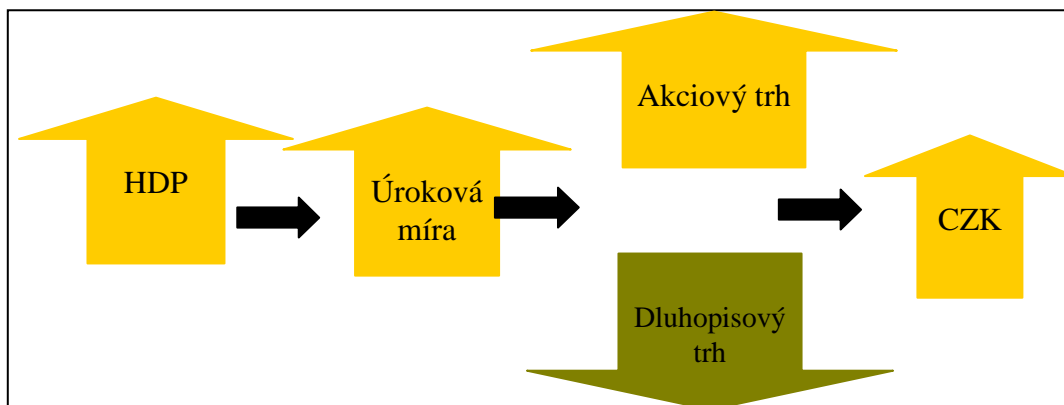
Růst HDP nad 2 % je všeobecně považován za pozitivní signál, pokud ovšem je tento růst doprovázen vysokou mírou zaměstnanosti (zaměstnanost blízko hodnoty plné zaměstnanosti, v tomto případě se hovoří o míře nezaměstnanosti 5,5 – 6 %).¹¹³

Hrubý domácí produkt a inflace

Nominální hodnota HDP vychází z aktuálních tržních cen, čímž je ovšem hodnota výkonnosti ekonomiky ovlivněna změnou hodnoty peněz a tím pádem klesá vypovídací schopnost takového ukazatele. Prostřednictvím využití deflátoru HDP je možné zjistit nejen skutečnou výkonnost ekonomiky, ale rovněž míru inflace v daném období.

Reálná hodnota HDP navíc slouží jako ukazatel, prostřednictvím kterého je možné porovnávat výkonnost ekonomiky různých zemí. Hrubý domácí produkt očistíme od vlivu inflace tak, že statky ve spotřebním koši oceníme cenami určitého výchozího roku (v případě České republiky se za výchozí ceny berou ceny z let končící na nulu nebo pětku, například rok 1995, 2000, 2005, 2010 atd.

Obrázek 7: Závislost mezi růstem HDP a situací na finančním trhu



Zdroj: vlastní vyobrazení

10.2 Inflace

Inflace patří k nejsledovanějším jevům v hospodářství. Hlavním důvodem je skutečnost, že inflace ovlivňuje rozhodování ekonomických subjektů, jejich podmínky pro podnikání a investování.

¹¹³ Viz www.czso.cz

Měření inflace

Inflaci se rozumí trvalý nárůst celkové cenové hladiny. Od dlouhodobého trendu růstu cen musíme tedy odlišovat krátkodobé cenové šoky. Cenovou hladinu měříme pomocí cenových indexů.

Cenový index je poměr nákladů na pořízení určitého souboru statků a služeb v běžném období a v základním období.

Za pomoci cenového indexu lze vyjádřit tempo růstu cenové hladiny neboli míru inflace.

$$\pi_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \cdot 100$$

kde P_t je hodnota cenového indexu v čase t ; P_{t-1} je hodnota cenového indexu v předchozím období a π_t je míra inflace v čase t (v %).

V praxi se běžně používají tři cenové indexy:

- index spotřebitelských cen,
- deflátor HDP,
- index cen výrobců (PPI).

Index spotřebitelských cen

Východním parametrem tohoto indexu je konstrukce spotřebního koše. Spotřební koš je sestaven příslušným statistickým úřadem (u nás ČSÚ – Český statistický úřad), který na základě šetření mezi domácnostmi stanoví statky a služby, za které nejvíce utratí průměrná domácnost v dané zemi. To znamená, že tyto statky a služby nejvýznamněji zatěžují výdaje domácností. V současné době je ve spotřebním koši domácí ekonomiky 729 položek z oblasti potravinářského a nepotravinářského zboží a služeb.

Index spotřebitelských cen (CPI) potom vyjadřuje poměr nákladů na pořízení spotřebního koše v běžném období k nákladům na pořízení tohoto koše v období základním. Český statistický úřad postupuje podle následujícího vzorce.

$$CPI_t = \frac{\sum \frac{p_t}{p_0} \cdot p_0 q_0}{\sum p_0 q_0} \cdot 100 \text{ (v \%)}$$

Kde p_t je cena zboží/služby v běžném období, p_0 je cena zboží/služby v základním období a $p_0 q_0$ je fixní váha zboží/služby ve spotřebním koši. Tímto vzorcem se vypočítá index spotřebitelských cen, to znamená cenová hladina v daném roce. Chceme-li získat meziroční míru inflace v daném roce t , postupujeme následujícím způsobem.

$$\pi_t = \frac{CPI_t - CPI_{t-1}}{CPI_{t-1}} \cdot 100 \text{ (v \%)}$$

Míra inflace získaná na základě tohoto indexu se využívá pro účely valorizace mezd, důchodů a dalších sociálních dávek. Zohledňuje se také při uzavírání nájemných smluv, kdy finanční plnění závisí na vývoji inflace.

Index spotřebitelských cen a finanční trhy

Je-li očekávaná inflace vysoká, působí pokles kupní síly negativně na příjmy obyvatel a podnikatelů. Akciový trh reaguje na očekávání vyšší inflace kursovým poklesem. Také trh s obligacemi bude reagovat poklesem kurzů.

Deflátor HDP

Deflátor HDP (IPD) je další cenový index, který je definován jako podíl nominálního HDP k reálnému HDP (podíl HDP v běžných cenách a HDP ve stálých cenách).

$$IPD = \frac{HDP_N}{HDP_R} \cdot 100 \text{ (v \%)}$$

Nabízí se otázka, který z těchto dvou cenových indexů má větší vypovídací schopnost. Hlavní výhoda deflátoru HDP spočívá v tom, že zatímco index spotřebitelských cen odráží vývoj cen statků a služeb, které jsou součástí spotřebního koše, tak deflátor HDP odráží ceny všech statků a služeb vyrobených v dané ekonomice.

Index cen výrobců

Tento cenový index je tvořen řadou *sub-indexů*. Český statistický úřad sleduje 4 hlavní sub-indexy.

Tyto indexy jsou konstruovány obdobně jako index spotřebitelských cen, liší se pouze složením vybraného koše statků a služeb. Index plní funkci předstihového ukazatele, jelikož změny v tomto indexu se následně promítnou do změny indexu spotřebitelských cen.

Index cen výrobců (anglicky Producer Price Index – PPI) měří cenové změny v daném sektoru. To dává důležitá upozornění o vývoji inflace, a proto účastníci trhu tento prvotní indikátor poměrně pozorně sledují.

Český statistický úřad sleduje 4 hlavní indexy výrobců:

- ceny průmyslových výrobců,
- ceny stavebních prací,
- ceny tržních služeb,
- ceny zemědělských výrobců.

Formy inflace

- otevřená inflace
- potlačená inflace

Otevřená inflace je taková inflace, která je doprovázena skutečným růstem cenové hladiny.

Potlačená inflace je označení pro jev, kdy příčiny pro růst cenové hladiny existují, ale inflace se z důvodu například cenové regulace nemůže projevit. V takovém případě se inflace projevuje jinými formami, například vynucenými úsporami (kdy domácnosti nemají co kupovat), černým trhem, podpultovým prodejem a podobně.

- mírná inflace
- pádivá inflace
- hyperinflace

Mírná inflace se vyznačuje tím, že tempo růstu inflace nepřekračuje tempo růstu výroby. Odpovídá to zhruba inflaci do hodnoty 9 %. **Pádivá inflace** znamená, že cenová hladina roste

rychleji než výroba, důvěra lidí v peníze je omezená a lidé preferují bohatství v reálných aktivech, například ve zlatě. V případě ekonomiky postižené **hyperinflací** dochází k celkovému rozvratu peněžního systému, peníze ztrácejí svou funkci a roste barterová směna.

Ekonomické důsledky inflace

Inflace je spojena s růstem cen, a proto je řadou lidí chápána tak, že snižuje jejich reálné důchody. Je sice pravda, že při inflaci musíme platit vyšší cenu, ale tato vyšší cena znamená vyšší příjem pro prodávajícího.

Inflace by pro ekonomiku neznamenal žádný náklad, pokud by byla očekávaná a vyrovnaná. **Vyrovnaná** je taková inflace, při které nedochází ke změně reálných cen, to znamená, že se ceny všech statků a služeb mění (rostou) proporcionálně. **Neočekávaná** inflace vyvolá v ekonomice přerozdělovací procesy. Při neočekávané inflaci dochází k transferu bohatství od věřitelů k dlužníkům, od pronajímatelů k nájemcům a od zaměstnavatelů k zaměstnancům.

Protiinflační politika

Protiinflační měnová politika je v ČR vykonávána Českou národní bankou, která ji má zakotvenou jako hlavní cíl již v Ústavě ČR. Na internetové stránce České národní banky se můžeme dočíst o **inflačním cíli ČNB**.

10.3 Burzovní informace

Úspěšné zvládnutí finančních operací je založeno na kvalitních a včasných informacích. Mezi informace, které jsou pravidelně zveřejňovány burzou a sledovány investory, patří:

- informace o aktuálních kurzech obchodovaných finančních instrumentů a o objemech uzavřených obchodů,
- informace o burzovních indexech (aktuální hodnoty, vývoj, kalkulace a složení indexů),
- informace o členech burzy,
- další statistiky, výroční zprávy burzy, časové řady údajů atd.

Ačkoliv velké množství informací vyplývá ze samotné činnosti burzy, důležitý okruh informací burza rovněž shromažďuje z vnějšího prostředí, od regulátora, emitentů, bank nebo ratingových agentur.

Burzovní indexy

Burzovní index představuje souhrnný indikátor, který informuje o celkovém vývoji a situaci na trhu (tržní index) nebo o vývoji v určitém odvětví (odvětvový index). Investorům přináší informaci o celkové situaci a náladě na daném trhu, případně informaci o výkonnosti trhu. Pro hodnocení výkonnosti trhu se používá pojem **benchmark**, což je termín představující určitou referenční hodnotu neboli kritérium pro porovnání dosažené výkonnosti trhu s výkonností jiného finančního instrumentu nebo investičního portfolia.

Hodnoty indexu jsou tedy každodenně kalkulovány a publikovány ve finančních médiích a také na internetu. Existují dva základní způsoby výpočtu indexů, které mají rozdílnou vypovídací schopnost.

Prvním způsobem výpočtu je *tržní průměr*. Jedná se o prostý nebo vážený průměr z cen vybraných akcií.

Indexy jsou konstruovány jako poměry určitých hodnot (například tržní hodnota akcie, hodnota tržní kapitalizace atd.).

Kurzovní lístek

Kurzovní lístek přináší aktuální informace o aktuálních kurzech obchodovaných cenných papírů a objemech obchodů, které s nimi byly uzavřeny. Jedná se o seznam cenných papírů, spolu s aktuálními výsledky obchodování, kursovým rozpětím za stanovenou časovou periodu, procentní změnou kurzu, s kódy ISIN a dalšími informacemi.

Tabulka 4: Kurzovní lístek Burzy cenných papírů Praha, aktuální k datu 26. 3. 2012

Název	Aktuální kurz [Kč]	Změna [%]	Obchodů	Počet CP [ks]	Objem [tis. Kč]	Min. kurz [Kč]	Max. kurz [Kč]
AAA	18,90	0,27	0	0	0	18,65	18,90
CETV	133,55	1,17	8	8 000	1 073	133,00	134,05
ČEZ	806,80	-0,27	10	32 019	25 878	806,30	811,30
ECM	25,51	0,00	0	0	0		
ERSTE GROUP BANK	449,10	-1,08	57	115 000	51 702	447,60	454,50
FORTUNA	98,64	0,45	0	0	0	98,20	98,64
KITD	123,50	6,47	74	107 120	13 262	121,76	127,51
KOMERČNÍ BANKA	3 712,00	0,24	13	6 109	22 581	3 688,00	3 713,00
NWR	131,00	0,85	1	5 000	643	129,35	131,00
ORCO	96,76	-3,19	7	4 000	388	94,02	98,00
PEGAS NONWOVENS	437,50	0,11	1	1 000	436	437,00	437,50
PHILIP MORRIS ČR	11 576,00	-0,16	0	0	0	11 576,00	11 576,00
TELEFÓNICA C.R.	390,00	0,00	2	51 357	20 082	390,00	391,90
UNIPETROL	173,90	-0,34	0	0	0	173,90	173,90
VIG	827,30	-0,08	0	0	0	824,80	827,80

Zdroj: Burza cenných papírů Praha. Dostupné na <http://www.pse.cz/>

- **ISIN** (International Securities Identification Numer) – jedná se o mezinárodní číselný kód, kterým se označuje emise veřejně obchodovatelných cenných papírů. Je složen z 12 znaků, kde první dvě písmena reprezentují zemi emitenta (např. CZ je označení České republiky),
- **název akcie** – název akciové společnosti, která danou akcii vydala,
- **závěrečný kurz** – je v případě kontinuálního obchodování posledním kurzem, který se na trhu v daný den utvořil. Je vždy uváděn v příslušné měně, tedy v Kč nebo např. USD. V podrobnějších kurzovních lístcích bývají zveřejněny rovněž informace o otvíracím, resp. zahajovacím kurzu akcie,
- **změna kurzu** – je uváděna v procentech a představuje změnu, tj. přírůstek nebo pokles kurzu oproti předchozímu obchodnímu dni,
- **objem obchodů** – představuje množství uzavřených obchodů s konkrétní akcií v daném dni. Bývá uváděn v kusech nebo v měnových jednotkách,
- **obchodní skupina** – podle způsobu obchodování jsou jednotlivé emise na pražské burze rozděleny do několika obchodních skupin:

Burzovní indexy a informace

Burza cenných papírů Praha v současné době soustavně kalkuluje a zveřejňuje hodnoty dvou tržních indexů PX a PX-GLOB. Do března 2006 byl kalkulován a zveřejňován index PX 50, který byl poprvé kalkulován u příležitosti prvního výročí opětovného zahájení obchodování na BCPP dne 5. 4. 1994. Jako výchozí hodnota bylo stanoveno 1000 bodů. Počet emisí akcií v bázi indexu byl variabilní, ale nesměl přesáhnout 50 emisí. Aktualizace báze indexu probíhala dvakrát ročně, vždy 1. ledna a 1. července. Historii indexu v březnu 2006 převzal

index PX. **Index PX** je kalkulován z cen akcií a je vážený tržní kapitalizací. Dividendový výnos se v něm nezohledňuje.

Od 1.12.2008 došlo k transformaci RM-Systému (mimoburzovního trhu) na burzovní trh a vznikl RM-Systém, česká burza cenných papírů, a.s. I tato burza má svůj vlastní index, kterým je index RM.

10.4 Úrokové sazby České národní banky

Centrální banka může prostřednictvím diskontní, repo a lombardní sazby regulovat nepřímo množství peněz v oběhu. Při jinak stejných podmínkách lze předpokládat, že zvýšení sazeb sníží poptávku obchodních a dalších bank po případném čerpání úvěrů od centrální banky a snížení sazeb bude mít na poptávku bank opačný efekt.

Hlavním nástrojem měnové politiky ČNB je 2T repo sazba. Výše této sazby ovlivňuje vývoj krátkodobých sazeb peněžního trhu.

Tabulka 5: Základní sazby ČNB ze dne 23. 3. 2012

2T Repo sazba	0,75 %
Diskontní sazba	0,25 %
Lombardní sazba	1,75 %

Zdroj: Česká národní banka. Dostupné na: <<http://www.cnb.cz/>>

Krátkodobá úroková míra z mezibankovních úvěrů (interbank rate)

Mezibankovní úroková míra je průměrem z úrokových sazeb z úvěrů na mezibankovním trhu. Na tomto mezibankovním trhu se obchoduje s krátkodobými cennými papíry se splatností do 1 roku.

IBID neboli Interbank Bid Rate je mezibankovní úroková sazba, za kterou jsou banky ochotné si vypůjčit peněžní prostředky. Na českém peněžním trhu má konkrétní podobu v sazbě PRIBID. Jedná se o průměrnou mezibankovní nákupní úrokovou sazbu na českém peněžním trhu. LIBID je potom průměrnou mezibankovní nákupní úrokovou sazbou stanovenou na londýnském peněžním trhu.

IBOR neboli Interbank Offer Rate je mezibankovní úroková sazba, za kterou jsou banky ochotné půjčit peněžní prostředky. Konkrétním příkladem pro český peněžní trh je sazba PRIBOR jako průměrná mezibankovní prodejní úroková sazba stanovená na českém peněžním trhu, dalším příkladem je například sazba LIBOR, která je průměrná prodejní úroková sazba na londýnském peněžním trhu.

Tabulka 6: Referenční úroková sazba PRIBID a PRIBOR k 23. 3. 2012

Termín	PRIBID	PRIBOR
1 den	0,52	0,76
7 dní	0,55	0,82
14 dní	0,56	0,83
1 měsíc	0,64	0,95
2 měsíce	0,74	1,07
3 měsíce	0,86	1,24
6 měsíců	1,11	1,51
9 měsíců	1,30	1,69
1 rok	1,36	1,78

Zdroj: Česká národní banka. Dostupné na: <<http://www.cnb.cz/>>

Shrnutí kapitoly

Ekonomické a finanční indikátory přímo determinují ekonomický vývoj. Existuje řada vztahů, které jsou navzájem korelovány, např. mezi dluhopisy a úrokovou sazbou, potažmo vývojem celé ekonomiky. Stejně tak můžeme nacházet určité vzájemné vztahy mezi vývojem ekonomiky, úrokovou sazbou, inflací a kurzem akcií mnohé další.

Hrubý domácí produkt představuje výchozí ukazatel pro zjištění velikosti a výkonnosti každé ekonomiky. K měření velikosti hrubého domácího produktu se využívají dvě metody a to výdajová a důchodová. Funguje vzájemná závislost mezi velikostí HDP a situací na finančním trhu.

Inflací se rozumí trvalý nárůst celkové cenové hladiny. Od dlouhodobého trendu růstu cen musíme tedy odlišovat krátkodobé cenové šoky. Inflaci je třeba chápat jako agregátní ekonomický jev, který se projevuje růstem celkové cenové hladiny.

Otázky k zamyšlení

1. Co jsou to ekonomické indikátory?
2. Co jsou to finanční indikátory?
3. Vysvětlete vztah mezi dluhopisy a úrokovou sazbou, potažmo vývojem ekonomiky.
4. Vysvětlete kde a jak byste zjistili hodnoty jednotlivých indikátorů.
5. Co jsou to tržní reakce na hospodářské indikátory, přibližte nějaké.
6. Co je to hrubý domácí produkt a jak se počítá?
7. Jaké existují způsoby měření HDP? Vysvětlete.
8. Jaký je rozdíl mezi nominální hodnotou HDP a jejím reálným vyjádřením?
9. Co je to inflace a jak se měří?
10. Vysvětlete pojmy index spotřebitelských cen, index cen výrobců a deflátor HDP.
11. Jak ovlivňuje inflace finanční trh, jaké jsou ekonomické důsledky inflace?
12. Vysvětlete pojmy „kurzovní lístek, burzovní index“, kde se s nimi setkáte?

Pojmy k zapamatování

- indikátor,
- ekonomický indikátor,
- finanční indikátor,
- dluhopis a úroková sazba,
- úroková míra,
- devizový trh,
- HDP,
- měření HDP,
- nominální a reálná hodnota HDP,
- inflace,
- měření inflace,
- index spotřebitelských cen,
- deflátor HDP,
- index cen výrobců,
- otevřená a potlačená inflace,
- mírná inflace, pádivá inflace, hyperinflace,
- ekonomické důsledky inflace,
- burzovní informace,
- burzovní indexy,
- kurzovní lístek,
- úrokové sazby ČNB.

11 VÝVOJ FINANČNÍHO MYŠLENÍ A OSOBNOSTI FINANČNÍ

Cíl kapitoly

Cílem této kapitoly je seznámit studenty s genezí a vývojem finančního myšlení, aby byli schopni interpretovat základy finanční teorie, identifikovat významné osobnosti financí a posoudit jejich přínos k rozvoji finanční vědy.

Časová zátěž

Tuto kapitolu doporučujeme studovat v dvanáctém týdnu semestru v celkovém rozsahu 8 hodin.

Jak již bylo uvedeno v první kapitole, „finance jsou speciální částí mikroekonomie zabývající se chováním finančních trhů a oceňováním obchodovaných finančních instrumentů“.¹¹⁴ V tomto kontextu budeme na finance nahlížet i v této kapitole a podíváme se tedy na osobnosti, které v průběhu času významným způsobem přispěli k rozvoji teorie finančních trhů.

11.1 Vývoj moderních financí¹¹⁵

Rozvoj finanční teorie je spojen s boomem na akciových trzích ve 20. letech minulého století. **Edgar Lawrence Smith** v této době mimo jiné srovnával historickou výnosnost investic do akcií a do obligací v dlouhodobém investičním horizontu, přičemž výnosnost investic do akcií se ukázala jednoznačně vyšší než u investic do dluhopisů. Investorská veřejnost si také začala více uvědomovat, že rizikové nejsou pouze investice do akcií, ale také investice do dluhopisů. V době depreciace dolaru potom začali investoři dávat přednost akciovým investicím a nastalo období růstu, díky kterému měla hodnota akcií vzrůst na jejich skutečnou hodnotu. Smith pak vytvořil metodu ohodnocování akcií, která bere v úvahu očekávaný růst hodnoty akcií.

Jako reakci na tuto teorii publikovali **Benjamin Graham** a **David Dodd** knihu pod názvem „Security Analysis“ (1934), ve které uvedli, že růst zisku společností je nepředvídatelný, a proto ohodnocování akcií musí být založeno pouze na skutečných ziscích. Až v druhé polovině padesátých let minulého století se při ohodnocování akciových instrumentů opět začal přisuzovat význam růstovým faktorům.

Za počátek moderní finanční teorie je považován rok 1952, ve kterém **Harry Markowitz** publikoval svůj slavný článek „Portfolio Selection“, kde zdůvodnil základní principy konstrukce investičního portfolia. Na teorii H. Markowitze navázal jeho student **William Sharpe**, jehož principy vytváření portfolia byli z teorie promítnuty také do praxe, a to zejména v situaci, kdy spravujeme velký počet cenných papírů. V současné době se Sharpův tzv. jednoduchý indexní model používá především k alokaci peněžních prostředků do jednotlivých akcií.

¹¹⁴ MUSÍLEK, P. *Finanční trhy a investiční bankovníctví*. Praha: ETC Publishing, 1999, s. 13.

¹¹⁵ Zpracováno a upraveno dle MUSÍLEK, P. *Finanční trhy a investiční bankovníctví*. Praha: ETC Publishing, 1999, s. 13 – 15 a SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno: Masarykova univerzita, 2009.

Konec 50. a začátek 60. let minulého století je také obdobím rozvoje finanční teorie v oblasti firemních financí, kdy **Merton Miller** a **Franco Modigliani** zdůvodnili vliv kapitálové struktury a dividendové politiky na tržní hodnotu firmy.

Na základě Markowitzovy diverzifikace a Sharpovy teorie portfolia představili tři finanční ekonomové Sharpe (1964), Lintner (1965) a Mossin (1966) nezávisle na sobě teorii, která je známá jako **Capital Assets Pricing Model** (CAPM, tedy Model oceňování kapitálových aktiv). Tento model je využíván i v současnosti, neboť nabízí své uplatnění při ohodnocování akcií, kapitálovém rozpočtnictví či měření výkonnosti správců majetku.

Velký význam pro vysvětlení chování cen na finančních trzích má **teorie efektivních trhů**, kterou v ucelené podobě vytvořil **Eugene Fama** (1965). Teorie popisuje chování akciových trhů jako „random walk“ čili tzv. náhodnou procházku.

V druhé polovině 70. let minulého století **Richard Roll** zpochybnil model CAPM především z důvodu nemožnosti empirického testování. Jeho kontroverzní názory jsou předmětem vzrušené odborné diskuse do dnešních dnů. Ve stejném období vytvořil **Steve Ross** (1976) alternativní koncepci oceňování aktiv, která je známá jako arbitrážní cenová teorie (Arbitrage Pricing Theory). I přesto, že Capital Assets Pricing Model je stále velmi používán, zdá se, že arbitrážní cenová teorie získává v poslední době stále větší množství stoupenců. Sílí také snaha o modifikaci modelu CAPM.

V 70. letech došlo k rozvoji opčních obchodů, což vyvolalo potřebu jejich oceňování. Uspokojivou odpověď k problematice **ohodnocování opcí** nabídli **Fisher Black, Myron Scholes a Robert Merton** (1973), i když v poslední době spatřilo světlo světa několik alternativních modelů.

V 80. letech přišel **F. Black** (1986) a po něm také **A. Shleifer a L. H. Summers** (1990) s **teorií hlučného obchodování**, která na rozdíl od teorie efektivních trhů (ta předpokládá pouze racionální chování investorů) bere v úvahu kromě racionálního chování také psychologické faktory, které rovněž ovlivňují chování cen na akciových trzích.

Od druhé poloviny 90. let minulého století vzrůstají útoky na hlavní směr investiční teorie. Zejména se vytváří zvláštní směr označovaný jako **behaviorální finance**. Hlavní stoupenci tohoto směru přisuzují významnou roli právě psychologickým faktorům. Současně dříve velký stoupenec teorie efektivního trhu **R. A. Haugen** vydává nový text „The New Finance. The Case against Efficient Markets“ (1999), ve kterém zcela evidentně reviduje své předchozí názory, a tím opouští hlavní směr investiční teorie.

Z předchozího textu je zřejmé, že se oblast financí stále vyvíjí a přispívá k rozvoji moderní ekonomické vědy. To se dosud odrazilo v udělení čtyř Nobelových cen za ekonomii právě za rozvoj v této oblasti. Po tomto krátkém nastínění historického vývoje finančního myšlení se nyní na významné příspěvky jednotlivých osobností financí k rozvoji finanční teorie zaměříme podrobněji.

11.2 Nositelé Nobelovy ceny v oblasti financí¹¹⁶

Nobelovu cenu za ekonomii v oblasti financí získali **J. Tobin** (1981) za analýzu finančních trhů a jejich vztahu k rozhodování o nákladech, zaměstnanosti, výrobě a cenách, **F. Modigliani** (1985) za výzkum v oblasti analýzy motivů vytváření úspor a fungování finančních trhů, **H. Markowitz, W. Sharpe a M. Miller** (1990) za výzkum v oblasti výnosů a

¹¹⁶ Zpracováno a upraveno dle Goldman Sachs: Köpfe der Finanzmarkttheorie. Dostupné na: http://www.goldman-sachs.de/cmsdefault/default/default/nav_id,338/ a SVOBODA, M. *Základy financí*. Brno: Masarykova univerzita, 2009

rizika finančních investic a ohodnocování akcií a dluhopisů a **M. Scholes a R. Merton** (1997) za přínos v oblasti stanovení hodnoty opční prémie.¹¹⁷

James Tobin

Tobinovo myšlenkové bohatství a učení byly ovlivněny zvláště ideami britského ekonoma Johna Maynarda Keynesa. Koncem padesátých let rozvinul Markowitzovu teorii portfolia, přičemž obecnou teorii vystavěl na tom, jak se lidé rozhodují při diverzifikaci svého majetku a investic. Pro laiky popsal Tobin princip diverzifikace slavnými slovy: **“Nedávejte všechny vejce do jednoho košíku.”**

Získané poznatky pak úspěšně aplikoval také na problémy peněžní a konjunkturální politiky. Kromě toho Tobin navrhnul také zjednodušení výběru portfolia (angl. portfolio selection), přičemž model rozdělil na dvě části: bezrizikovou investici (zpravidla dluhopis) a rizikovou investici (například akcie) - tržní portfolio. Díky tomuto rozšíření získal nejen Nobelovu cenu za ekonomii v roce 1981 za „analýzu finančních trhů a dopadů rozhodnutí o výdajích na zaměstnanost, produkci a cenový vývoj“, ale stal se také poradcem amerického prezidenta a vlády v hospodářských otázkách. V tomto období vyvinul třeba koncept krácení daní, který byl sice zaveden až po Kennedyho smrti, ale několika politiky byl řazen k nejúspěšnějším vládním aktivitám, které přispěly k oživení hospodářství.

Kromě teorie portfolia získal Tobin celosvětovou popularitu také s jinými hospodářskými tématy. V roce 1972 poprvé navrhnul zvýšit poplatky za devizové obchody, takzvanou **Tobinovu daň**. Tyto daňové výnosy měly být následně předány přes světovou banku rozvojovým zemím. Základní myšlenka, která stála za těmito poplatky za devizové obchody byla taková, že zdaněním mezinárodních finančních transakcí se zneatraktivní spekulace na výkyvy parity. Díky tomuto mechanismu se měly finanční trhy stabilizovat a mělo se zabránit krizím.

Franco Modigliani a Merton Howard Miller

Oba vědci jsou navzájem spojováni především díky jednomu z nejznámějších teorémů finanční vědy - **Modiglianiho-Millerova teorému**, který jim oběma, i když v různých letech, přinesl Nobelovu cenu.

Aby mohly podniky realizovat své investiční úmysly, mají různé možnosti získání kapitálu. V zjednodušeném modelovém světě mají podniky k dispozici možnost vlastního financování (emisí akcií) nebo cizího financování (pomocí úvěru). Čím více je podnik financován cizím kapitálem, tím víc je zadlužen. Výzkumy Modiglianiho a Millera se snažily zodpovědět otázku, jaký poměr zadlužení by maximalizoval hodnotu podniku a tím i kurz jeho akcií. Tato problematika zajímá především finanční ředitele podniků, neboť jejich úlohou je konec konců maximalizace hodnoty firmy. Ve víře v kompetence finančních manažerů se oba vědci vrhli na hledání poměru zadlužení, který na reálném trhu dominuje, aby následně analyzovali, jestli je možné nalézt optimum zadlužení. Jejich výzkum však nepřinesl jednoznačné výsledky. Míra zadlužení byla zcela nesystematicky rozložena přes různé regiony a odvětví.

Na základě svých pozorování ale mohli „MM“ udělat následující závěry: Tržní hodnota podniku je za jistých podmínek nezávislá na jeho kapitálové struktuře¹¹⁸. I když převzaté riziko (a naopak i výnosové šance) jsou pro akcionáře zadluženého podniku vyšší, tak celková hodnota podniku je závislá jedině na očekávané ziskovosti firmy. **Hodnota podniku** (tedy

¹¹⁷ MUSÍLEK, P. *Finanční trhy a investiční bankovníctví*. Praha : ETC Publishing, 1999, s. 15.

¹¹⁸ Irelevantnost kapitálové struktury uváděli na příkladu pizze: Velikost pizze není závislá na tom, na kolik kousků ji nakrájíme.

kurz jeho akcií) je tudíž **nezávislá na míře zadlužení**, neboť celkové náklady na kapitál zůstávají při změnách poměru vlastního a cizího kapitálu konstantní. Při vyšším zadlužení však poskytovatelé vlastního kapitálu pociťují efekt známý jako **finanční páka** („financial leverage“), který při rostoucím zadlužení u akcionářů zvyšuje nároky na očekávaný výnos. Z tohoto však nesmíme udělat rychlý závěr, že vysoká míra zadlužení se pozitivně projevuje na výnosnosti akciového titulu. Poskytovatelé vlastního kapitálu (akcionáři) totiž mohou očekávat vyšší výnosové šance pouze za cenu zvýšeného rizika na vloženou jednotku vlastního kapitálu.

Abychom si to objasnili, představme si dva podniky A a B. Oba potřebují pro svou podnikatelskou činnost prostředky ve výši 10 milionů eur. Firmy jsou absolutně identické, jediný rozdíl spočívá v jejich kapitálové struktuře. Firma A se financuje plně vlastním kapitálem, firma B je financována z poloviny (5 miliony eur) vlastním kapitálem a k tomu si vzala úvěr ve výši 5 milionů eur za 5% úrok.

Obě firmy dosahují zisk milion eur, který se však mezi poskytovatele kapitálu rozděluje různě. Akcionáři firmy A mají nárok na celý zisk firmy a tím výnos ve výši 10 %. Akcionáři firmy B musí ze zisku nejdříve poskytovateli úvěru zaplatit stanovenou úrokovou platbu ve výši 5 %, takže jim zůstane zisk 750 000 eur, což ale také znamená výnos ve výši 15 % ($0,75/5=15\%$).

Vyšší výnosnost vlastního kapitálu je zdůvodňována podstoupením vyššího rizika u akcionářů společnosti B. Neboť klesne-li například zisk obou podniků o 30 % na 700 000 eur, utrpí akcionáři firmy A pokles výnosů o 30 %. Akcionáři firmy B musí ze sníženého zisku 700 000 eur ale opět nejdříve odečíst úrokovou platbu ve výši 250 000 eur a jejich zisk tedy činí pouze 450 000 eur, což odpovídá výnosu 9 % a oproti předchozímu případu pokles o přibližně 35 %.

Celkové riziko samotného podniku samotného však zůstalo nezměněno. Stejně jako dosud závisí na výkyvech zisků (a je pro oba podniky stejné). Pouze riziko na jednu vloženou jednotku vlastního kapitálu je zvýšeno kvůli zadlužení.

Díky politice zadlužení firmy tak nezískají akcionáři firmy B žádnou výhodu. Pozici s vyšším očekávaným výnosem a odpovídající vyšším rizikem mohou zaujmout v každém čase na kapitálovém trhu i sami, díky koupi akcie tohoto podniku a vypůjčení kapitálu. Finanční ředitel společnosti B tím na kapitálovém trhu nezískal žádnou přidanou hodnotu.

„MM“ podobnou argumentací poukázali rovněž na to, že na hodnotu firmy **nemá vliv ani dividendová politika společnosti**.

Harry M. Markowitz

V roce 1952 zveřejnil jako 25letý a ještě bez doktorátu, vědecký příspěvek pod názvem „Portfolio Selection“ v renomovaném Journal of Finance. Pouhých 14 stran stačilo k tomu, aby Harry Markowitz získal pověst **otce moderní teorie portfolia**. O téměř 40 let později, v roce 1990, byla Markowitzovi udělena Nobelova cena za ekonomii, kterou obdržel spolu s Mertonem Millerem a Williamem Sharpem.

Markowitz se zabýval otázkou, jak lze zvýšit výnos a snížit riziko, a zjistil, že investice nesmí být posuzovány jednotlivě, ale s ohledem na ostatní investice - v portfoliovém kontextu. Při budování své teorie portfolia byl Markowitz hnán myšlenkou efektivního - tedy **optimálního portfolia**. Za takovéto označoval portfolio, které při daném riziku přinese nejvyšší výnos nebo naopak, při požadované výši výnosu umožňuje podstoupit nejnižší riziko.

Klíčem k nalezení nejlepšího možného složení portfolia je **diverzifikace**, která představuje rozložení investic za účelem optimalizace podstoupeného rizika a očekávaného výnosu.

Každý, kdo sází vše pouze na jednu kartu, se vystavuje nejen vysokému, ale i zbytečnému riziku, jelikož diverzifikací lze celkové riziko portfolia snížit pod úroveň nejnižšího dílčího rizika v portfoliu.

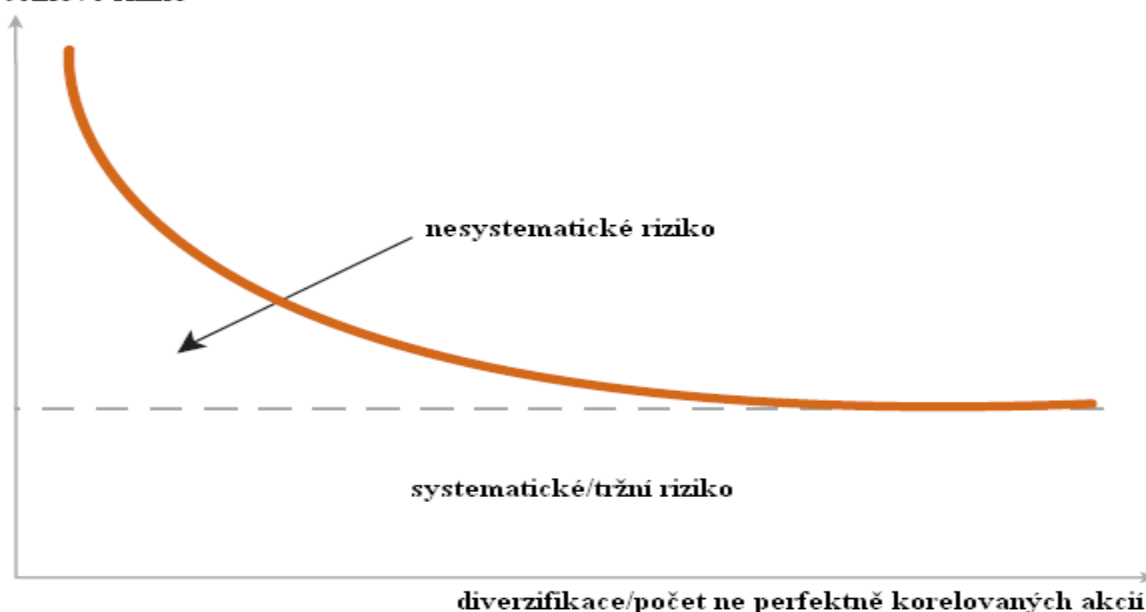
Předpokladem pro snížení rizika portfolia je korelace, tzn. nízký stupeň lineárně závislých pohybů mezi finančními aktivy tvořícími toto portfolio. Stupeň korelace různých investic může být popsán statistickou veličinou, a to korelačním koeficientem. Koeficient může nabývat hodnot mezi +1 a -1. Pokud je korelační koeficient dvou akcií vysoký (blízko +1), stoupá pak pravděpodobnost, že se tyto dvě akcie budou pohybovat stejným směrem. Nízká, nebo dokonce negativní korelace proti tomu znamená, že se akcie budou spíše pohybovat opačným (protichůdným) směrem.

Riziko celého portfolia odpovídá aritmetickému průměru dílčích rizik jenom v jediném případě, a to když jsou akcie obsažené v portfoliu perfektně korelovány, tedy mají korelační koeficient +1. V jiných případech klesá riziko portfolia pod nejnižší dílčí riziko. To je takzvaný *efekt diverzifikace* a jeden ze základních zákonů investování.

William F. Sharpe

William F. Sharpe navázal na Markowitz a na jeho teorii portfolia postavil svůj *model oceňování rizikových kapitálových aktiv* (CAPM). Markowitz dokázal, že i v případě investic, které nejsou dokonale korelované, může být celkové riziko portfolia sníženo pod úroveň nejmenšího rizika jednotlivé investice. Tento takzvaný efekt diverzifikace však v portfoliu neeliminuje všechna rizika, ale jen specifická rizika finančních instrumentů navzájem, které bývají označovány také jako *nesystematická rizika* (někdy též jedinečné riziko). Tudíž i nejlepší investiční strategie narazí na své hranice, to znamená na riziko, které se nedá diverzifikovat. Toto neodvratitelné zbylé riziko se označuje jako systematické nebo *tržní riziko* a je jím označováno riziko změn, které vyplývají z daného ekonomického systému a zahrnují všechny trhy a podniky. Toto tržní riziko se ve finanční teorii označuje také jako *beta riziko* nebo jen krátce „beta“. Diverzifikace eliminuje nesystematické riziko a snižuje celkové riziko portfolia na neodstranitelné tržní riziko.

Obrázek 8: Systematické a nesystematické riziko celkové riziko



Zdroj: upraveno podle <<http://www.goldman-sachs.de/Wissen/Publikationen/>>

Investoři by tedy měli odděleně přihlížet k rizikům, která nejsou při investici dostatečně ošetřena diverzifikací. Uvažujeme-li místo celkového rizika jen beta riziko, tak dospějeme k jádru modelu CAPM – k **přímce trhu cenných papírů**. Tato přímka nám udává, jaký výnos můžeme očekávat při převzetí daného tržního rizika.

V roce 1990 obdržel William F Sharpe společně s Mertonem H. Millerem a Harrym M. Markowitzem Nobelovu cenu za ekonomii za svůj výzkum v oblasti teorie tvorby cen na kapitálovém trhu.

Fischer S. Black, Myron S. Scholes, Robert C. Merton

První ucelený model pro **výpočet hodnoty opcí** byl vyvinut počátkem 70. let Fischerem S. Blackem, Myronem S. Scholesem a Robertem C. Mertonem a ve finanční teorii je znám jako **Black-Scholesův model**. Tento model natrvalo změnil finanční trhy a uplatnění nachází dodnes. V roce 1997 za něj obdrželi Scholes a Merton Nobelovou cenu za ekonomii. Je paradoxem, že na počátku sedmdesátých let nechtěl žádný z renomovaných odborných vědeckých časopisů uveřejnit výsledky jejich práce.

Pro úspěch modelu bylo důležité nadšení, které propuklo v dubnu 1973 na nově otevřené Chicago Board of Options Exchange (CBOE). Na této opční burze vyšlo brzy najevo, že obchodníci, kteří nepoužívali ke stanovení vnitřní hodnoty opcí Black-Scholesův model, dosahují horších výsledků než obchodníci, kteří na něj spoléhají.

Většina v současnosti aktuálních modelů je založena na myšlenkách Blacka, Scholese a Mertona.

11.3 Další významné osobnosti financí¹¹⁹

Nejen nositelé Nobelovy ceny přispěli k rozvoji v oblasti financí. V této podkapitole se seznámíme s dalšími osobnostmi financí, jako jsou Benjamin Graham, otec fundamentální analýzy, Paul A. Samuelson, autor mezinárodně uznávané učebnice ekonomie, Eugene Fama, duchovní otec teorie efektivních trhů, Georgie Soros, měnový spekulant a akciový investor, a v neposlední řadě Warren E. Buffett, úspěšný investor.

Benjamin Graham

V roce 1926 založil investiční fond a své zkušenosti z investování sdílel také se studenty na Columbia University, kde působil mezi lety 1928 až 1957. Učil, že kolísání kurzů akcií může být přehnané v obou směrech (i při růstu i při poklesu kurzů), a proto mají být kupovány pouze ty akcie, kterých kurz se nachází pod jejich tzv. fundamentální (vnitřní) hodnotou. Benjamin Graham je tak považován za **otce fundamentální analýzy**.

V roce 1934 vydal Graham spolu s **Davidem Doddem** knihu „Security Analysis“, která otevřela cestu novému investičnímu směru – hodnotově orientované investování (**value investing**) a ještě dnes je považována za standardní dílo v oblasti analýzy cenných papírů. O několik let později, v roce 1949, vyšlo první vydání světoznámé knihy „Inteligentní investor (The Intelligent Investor)“, kde je učení z předchozí publikace podáno obecně srozumitelnější formou.

¹¹⁹ Zpracováno a upraveno dle Goldman Sachs: Köpfe der Finanzmarkttheorie. Dostupné na: http://www.goldman-sachs.de/cmsdefault/default/default/nav_id,338/ a SVOBODA, M. *Základy financí*. Brno: Masarykova univerzita, 2009

Paul A. Samuelson

Nositel Nobelovy ceny za ekonomii z roku 1970 za vědecký příspěvek k rozvoji statické a dynamické ekonomické teorie a aktivní přispění ke zvýšení analytické úrovně ekonomické vědy.¹²⁰ Samuelsonova popularita a jeho významný vliv se zakládají z velké části na jeho *knize „Economics: An Introductory Analysis“* zveřejněné v roce 1948, ve které využil matematické metody k popisu ekonomických problémů a ekonomii povýšil nad jednoduchou úvahu o nabídkových a poptávkových křivkách. Kromě jiného byl poradcem Kennedyho vlády v daňové politice, byl kurátorem penzijního fondu a psal do rubriky ve víkendovém magazínu Newsweek. Jeho jméno nesou početné teorie z oblasti národního hospodářství, jako například Balassa – Samuelsonův efekt, Stoper – Samuelsonův teorém, Bergson – Samuelsonova křivka možností blahobytu nebo Lerner – Samuelsonův teorém.

K osobnostem teorie finančního trhu patří Samuelson také díky *znovuobjevení* francouzského vědce *Louise Bacheliera*. Bachelier jako první matematicky popsal nahodilý pohyb akciových kurzů (takzvaný Random Walk) a současně poskytl návod jak vypočítat pravděpodobnost, že kurz akcie na její náhodné procházce nabude určitých hodnot. Inspirovaný Bachelierem formuloval Samuelson svou *tezi předpověditelnosti akciových kurzů*. Samuelsonova základní myšlenka k teorii náhodných cenových pohybů je, že náhodně se pohybují racionálně anticipované (očekávané) ceny. Samuelson přitom popsal rozdíl mezi vnitřní hodnotou akcie a její tržní cenou.

Protože tržní cena je viditelná, ale vnitřní hodnota akcie neviditelná, je označována také jako „stínová cena“. Aby mohlo být vysvětleno obchodování na finančních trzích, musí se tržní a stínová cena navzájem lišit. V této souvislosti je podstatnou otázkou to, jaký je nejlepší možný odhad stínové ceny. Samuelson odpovídá, že nejlepší odhad stínové ceny nejlépe vystihuje tržní cena dané akcie. Tato tržní cena nemusí nutně odpovídat přesně stínové ceně, ale v podstatě žádné jiné ohodnocení není lepší než skutečná obchodní cena. Zisky jsou možné, avšak dle Samuelsona jsou dosažitelné pouze díky čistému štěstí, přičemž „zisky“ se rozumí výnos, který překračuje průměrně dosahovaný celkový výnos dané investiční třídy. „Easy pickings“ (snadný výběr) a „sure gains“ (jisté zisky) jsou na likvidních finančních trzích dle Samuelsona vyloučené.

Samuelson shrnul své závěry pro investiční strategii do obrazných slov, když radí, že „investování by mělo být co nejvíc nudné, asi tak, jako přírůstky při růstu trávy a kdo při investování hledá vzrušení, měl by raději navštívit Las Vegas“.

Eugene Fama

Eugene Fama je považován za duchovního otce teorie efektivních trhů. Vyvinul úspěšný investiční model, který kontinuálně dosahoval lepších výnosů než trh. Jediným a pro investora ne nepodstatným nedostatkem bylo, že Famova strategie pracovala jenom s minulými (historickými) daty, ale aplikace na aktuální datové řady selhávala.

Tento neúspěch ale dohnal Famu k zásadním otázkám finančních trhů: Je skutečně možné porazit trh, pokud v analýze zohledníme všechny dostupné informace? Poznatky jeho doktorské práce byly v roce 1965 zveřejněny pod názvem „The Behavior of Stock Market Prices“ v Journal of Business a vyvolaly mezinárodní ohlas. V následujících letech Famarazil pojem *tržní efektivita* a etabloval se jako „otec moderní finanční vědy“.

¹²⁰ Samuelson nebyl uveden v předchozí kapitole, ačkoli je nositelem Nobelovy ceny za ekonomii. Tato cena mu byla totiž udělena za rozvoj ekonomie, ale nikoli v oblasti financí. Přesto jej uvádíme jako osobnost financí, neboť mimo jiné rozvíjel i finanční teorii.

George Soros

George Soros je americký měnový spekulant, akciový investor, obchodník, filantrop a politický aktivista, zakladatel společnosti *Soros Fund Management*. V roce 1970 byl spolu s Jimem Rogersem jedním ze zakladatelů Quantum Fund. Soros je též autorem řady knih, ve kterých často předpovídá kolaps finančního systému.

Slavným se stal na tzv. „černou středu“ (16. září 1992), kdy nakrátko prodal více než 10 miliard liber a profitoval z neochoty Bank of England vyrovnat jejich úrokovou míru na hladinu srovnatelnou s členskými zeměmi ERM (evropského mechanismu směnných kurzů) nebo zavést floatingový směnný kurz. Bank of England byla následně nucena vystoupit z European Exchange Rate Mechanism a devalvovat libru, čímž Soros vydělal 1,1 miliardy liber.

Warren E. Buffett

Buffet zdůrazňoval význam trpělivosti a nutnosti dlouhodobého investičního horizontu při akciových investicích slovy: "Jestliže zvažujete investování do akcií a váš investiční horizont není delší než 10 let, nestojí tato investice za více než 10 minut vaší pozornosti."

Díky vlivu Benjaminu Grahama uplatňoval investiční strategii, kterou je *investice do akcií podhodnocených firem*. Jaká jsou *pravidla investování* dle Warrena Buffetta?

- Investujte do akcií společností, které se zabývají činnostmi, které rozumíte
- Snažte se nalézt společnost, která má nějakou výhodu oproti své konkurenci (značka, výhradní postavení na trhu, patenty a práva na jejich výrobky a služby)
- Neustále se zvyšující zisky a obrat společnosti jsou pro zaměstnance a management velmi důležitou psychologickou podporou, což se odráží v jejich větší produktivitě
- Management vybrané společnosti se místo vyplácení tantiém a vysokých dividend soustředí na trvalý růst hodnoty pro akcionáře
- Vyhledávejte společnosti s nízkým zadlužením a dostatečně vysokou výnosností vlastního kapitálu a silným cash flow

Warren Buffett je opravdovou legendou mezi investory, přesto je známý svým skromným životním stylem, odhodláním k práci i přesto, že už několik desítek let by pracovat nemusel, či svým tvrzení o smyslu bohatství: "Jaký význam by mělo být extrémně bohatý, když bychom kvůli tomu ztratili přátelství a úctu lidí, které máme rádi a obdivujeme je?"

Shrnutí kapitoly

Oblast financí se neustále vyvíjí a přispívá k rozvoji moderní ekonomické vědy. To se odrazilo v udělení čtyř Nobelových cen za ekonomii, kterou v této oblasti získali *J. Tobin* za analýzu finančních trhů a jejich vztahu k rozhodování o nákladech, zaměstnanosti, výrobě a cenách, *F. Modigliani* za výzkum v oblasti analýzy motivů vytváření úspor a fungování finančních trhů, *H. Markowitz*, *W. Sharpe* a *M. Miller* za výzkum v oblasti výnosů a rizika finančních investic a ohodnocování akcií a dluhopisů a *M. Scholes* a *R. Merton* za přínos v oblasti stanovení hodnoty opční premie. Mezi další osobnosti financí patří *Benjamin Graham* považovaný za otce fundamentální analýzy a *Eugene Fama* považovaný za otce teorie efektivních trhů. *Paul A. Samuelson*, aktivní v mnoha vědných oborech ekonomie, rozvíjí i finanční teorii, když popisuje vztah mezi vnitřní hodnotou akcie a její tržní cenou. Svými úspěchy na poli finančního investování se k osobnostem financí zařadili také *Warren E. Buffett* nebo *George Soros*.

Otázky k zamyšlení

1. Kdo obdržel Nobelovu cenu v oblasti financí a jaký je přínos držitelů Nobelových cen k rozvoji finanční teorie?
2. V čem spočívá podstata Markowitzovy teorie portfolia a jak ji rozvinul William F. Sharpe a James Tobin?
3. Jaký je vliv dividendové politiky a kapitálové struktury podniku na hodnotu podniku?

Pojmy k zapamatování

- diverzifikace
- jedinečné a tržní riziko
- Capital Assets Pricing Model
- fundamentální analýza
- value investing
- teorie efektivních trhů
- behavioral finance

12 AKTUÁLNÍ FINANČNÍ TRENDY

Cíl kapitoly

Cílem této kapitoly je seznámit studenty se světovými trendy v oblasti financí a objasnit příčiny a důsledky probíhající finanční krize.

Časová zátěž

Tuto kapitolu doporučujeme studovat ve třináctém týdnu semestru v celkovém rozsahu 8 hodin.

12.1 Globální „megatrendy“¹²¹

Globalizace – rostoucí propojenost současného světa ve všech oblastech života lidí. Globalizace je tedy úzce spojená s *mezinárodním obchodem*.

Rostoucí populace země – je ovlivněna tzv. fertilitou a mortalitou. *Fertilita* označuje počet narozených dětí. V České republice porodnost dosáhla 1,49 dítěte na jednu ženu¹²². *Mortalita* označuje počet úmrtí. Zde hraje roli i tzv. očekávaná délka života. *Očekávaná délka života* (naděje dožití při narození) dosahovala v roce 2010 pro muže 74,4 let a pro ženy 80,6 let¹²³. Klesající míra fertility a rostoucí očekávaná délka života vedou k *růstu průměrného věku obyvatelstva*. Dalším významným ukazatelem je *migrace*. Například v roce 2009 se do ČR přistěhovalo přes 38 tisíc cizinců a odstěhovalo přes 9 tisíc cizinců¹²⁴.

Klimatické změny – hovoří se o skleníkovém efektu a globálním oteplování. Klimatické změny a přírodní rizika (jako jsou povodně či požáry) mají dopad na finanční trhy, například vznikají nové finanční produkty (povodňové dluhopisy, klimatické deriváty) či roste hodnota akcií společností alternativních energií.

Dlouhodobé energetické zdroje – vzhledem k tomu, že zásoby ropy a plynu jsou vyčerpateľné, musí být vyvíjeny a využívány alternativní energie. Z tohoto důvodu mají firmy zabývající se alternativní energií velký růstový potenciál.

12.2 Trendy v oblasti financí¹²⁵

Restrukturalizace finančních institucí – dochází ke vzniku tzv. finančních „hypermarketů“, tedy propojování bank, pojišťoven a jiných institucí.

Snižování nákladů finančních institucí – díky rozvoji přímých distribučních kanálů pomocí nových informačních technologií, ale také např. restrukturalizací finančních institucí.

Nové technologie – umožňují finančním institucím komunikovat s klienty prostřednictvím telefonu a internetu, např. phonebanking, GSMbanking, homebanking či internetbanking.

¹²¹ upraveno podle SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno : Masarykova univerzita, 2009, s. 186-189.

¹²² Český statistický úřad: Gender: 1. Obyvatelstvo, rodiny a domácnosti – Vývoj úhrnné plodnosti ve sledovaných letech. Dostupné na: <<http://www.czso.cz/csu/cizinci.nsf/tab/5E00446447>>.

¹²³ Český statistický úřad: Gender: 1. Obyvatelstvo, rodiny a domácnosti – Vývoj naděje dožití žen a mužů při narození ve vybraných letech. Dostupné na: <<http://www.czso.cz/csu/cizinci.nsf/tab/2F002C1513>>.

¹²⁴ Český statistický úřad: Cizinci: Zahraniční a vnitřní migrace – Popis aktuálního vývoje. Dostupné na: <http://www.czso.cz/csu/cizinci.nsf/o/ciz_migrace-popis_aktualniho_vyvoje>.

¹²⁵ upraveno podle SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno : Masarykova univerzita, 2009, s. 189-190.

Nestálost zákazníků – v důsledku vyšší konkurence, snadného přístupu k informacím a ke srovnání produktů, ale i většího výběru inovativních produktů neustále narůstá ochota zákazníků změnit své poskytovatele finančních služeb.

Intelektualizace – v důsledku vývoje technologií jsou kladeny i vysoké nároky na odbornou kvalifikaci.

Volatilita – z důvodu vysoké volatility (kolísání) světového finančního trhu roste rizikovost finančních investic, což vede k vytváření nových produktů (např. investiční certifikáty) a automatizaci finančních operací (např. příkaz stop-loss).

Finanční inovace – neustálá obnova a rozšíření škály jednotlivých produktů, které finanční instituce nabízejí.

Sekuritizace – převod nelikvidních aktiv (např. hypotéky, leasing či jiné úvěry) na obchodovatelné cenné papíry (např. CDO, tzv. collateralized debt obligation). Sekuritizace majetku umožňuje společně půjčovat si peníze na trhu za lepších podmínek, než kterých by dosáhly při standardní úvěrové transakci.

Liberalizace – zrušení monopolů na trhu, odstranění omezení pro zahraniční společnosti.

Integrace dohledu – v ČR došlo k 1. dubnu 2006 k integraci dohledu nad finančním trhem do jedné instituce – České národní banky. ČNB tak v současnosti provádí dohled nad bankovním sektorem, kapitálovým trhem, pojišťovnictvím a penzijním připojištěním, družstevními záložnami, devizový dohled a dohled nad institucemi elektronických peněz.

12.3 Finanční krize¹²⁶

Kořeny soudobé finanční krize můžeme nalézt na americkém hypotečním trhu, a to již v 90. letech 20. století. V té době americká vláda podporovala vlastnictví nemovitostí minoritními skupinami obyvatel. Z důvodu nízkých úrokových sazeb byly hypotéky lehce dostupné (zadluženost domácností rostla i prostřednictvím kreditních karet a spotřebitelských úvěrů). Stoupala poptávka po nemovitostech, a tedy stoupaly i ceny nemovitostí. K získání likvidity používaly banky „zabalení“ hypoték do strukturovaných produktů (derivátů).

Jakmile však došlo k růstu úrokových sazeb, mnozí dlužníci nebyli schopni své hypotéky splácet. Současně začaly klesat ceny nemovitostí, což vedlo k tomu, že výše některých hypoték převyšovala hodnotu zastavených nemovitostí. Bankami realizované zástavy tak nepokryly dlužnou částku. Zde mluvíme o hypoteční krizi.

Strmý pád cen nemovitostí a nesplácení hypotečních úvěrů způsobily, že finanční instituce začaly mít potíže s likviditou a na mezibankovním trhu byl nedostatek kapitálu. Banky buď nemohly (protože neměly kapitál) nebo nechtěly (z důvodu nedůvěry) půjčovat peníze. A pokud poskytovaly úvěry, tak pouze s vysokými úroky. V tento moment můžeme začít mluvit o finanční krizi.

Jak už jsme se zmínili, finanční instituce se dostaly do potíží. Mnohé oznámily vysoké ztráty, některé byly převzaty jinými bankami či státními orgány, jiné dokonce zkrachovaly.

¹²⁶ upraveno podle SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno : Masarykova univerzita, 2009, s. 190-192; podrobněji viz např. ZÁMEČNÍK, P. Kořeny hypoteční a realitní krize: Nezodpovědnost. *Hypindex* [online]. 9. 3. 2009. Dostupné na: <<http://www.hypindex.cz/clanky/koreny-hypotecni-a-realitni-krize-nezodpovednost/>>.

Shrnutí kapitoly

Za současné světové trendy lze považovat především globalizaci, rostoucí populaci, klimatické změny a alternativní energetické zdroje. V oblasti financí se jedná zejména o restrukturalizaci finančních institucí, snižování nákladů, využívání nových technologií, finanční inovace se snahou získat/udržet si klienty z důvodu jejich nestálosti. V neposlední řadě je třeba zmínit vysokou volatilitu finančního trhu, sekuritizaci, liberalizaci, intelektualizaci a integraci dohledu nad finančním trhem.

Otázky k zamyšlení

1. Popište nejvýznamnější světové trendy.
2. Vyjmenujte a vysvětlete trendy v oblasti financí.
3. Vysvětlete příčiny poslední finanční krize.
4. Zamyslete se nad důsledky finanční krize pro Českou republiku.

Pojmy k zapamatování

- globalizace
- restrukturalizace
- intelektualizace
- volatilita
- sekuritizace
- liberalizace
- integrace

SEZNAM LITERATURY

Monografie

- [1] BLAKE, D. *Analýza finančních trhů*. Praha : Grada Publishing, 1995. 624 s. ISBN 80-7169-201-8.
- [2] CIPRA, T. *Praktický průvodce finanční a pojistnou matematikou*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2005. 308 s. ISBN 80-86119-91-2.
- [3] DURČÁKOVÁ, J.; MANDEL, M. *Mezinárodní finance*. 2. vyd., Praha : Management Press, 2003. ISBN 80-7261-090-2.
- [4] FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Jak chytrě investovat*. Praha : C. H. Beck, 2006. 381 s. ISBN 80-7179-532-2.
- [5] FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Kam s penězi*. Praha : C. H. Beck, 2006. 474 s. ISBN 80-7179-416-3.
- [6] FOSTER, J. B.; MAGDOFF, F.; BAROŠ, R. *Velká finanční krize: příčiny a následky*. 1. české vyd. Všeň : Grimmus, 2009. 156 s. ISBN 80-902831-1-4.
- [7] FREIBERG, F. *Bankovníctví*. Praha : Vydavatelství ČVUT, 2000. 181 s. ISBN 80-01-02106-8.
- [8] HAMERNÍKOVÁ, B. a kol. *Veřejné finance*. 3. vyd. Praha : ASPI, 2007, 364 s. ISBN 80-7357-301-0
- [9] JANKOVSKÁ, A.; SPONER, M. *Mezinárodní finance*. Brno : Masarykova univerzita, 1999. ISBN 80-210-2087-3.
- [10] JÍLEK, J. *Finanční rizika*. Praha : Grada, 2000. 635 s. ISBN 80-7169-579-3.
- [11] JÍLEK, J. *Finanční trhy*. Praha : Grada Publishing, 1997. 528 s. ISBN 80-7169-453-3.
- [12] JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. Praha : Grada Publishing, 2009. 648 s. ISBN 80-247-1653-4.
- [13] JÍLEK, J. *Peníze a měnová politika*. Praha : Grada, 2004. 742 s. ISBN 80-24707-69-1.
- [14] KALABIS, Z. *Bankovní služby v praxi*. Brno : Computer Press, 2005. 148 s. ISBN 80-251-0882-1.
- [15] KALOUDA, F. *Základy firemních financí*. Brno : Masarykova univerzita, 2004. 105 s. ISBN 80-210-3584-6.
- [16] LETZGUS, O. *Ökonomisches Basiswissen*. Schäffer-Poeschel Verlag, 2008, 217 s. ISBN 978-3-7910-2782-1.
- [17] MADURA, J. *International Financial Management*. 3. vyd., St. Paul : WPC, 1992. ISBN 0-314-86272-2.
- [18] MARKOVÁ, J. *Mezinárodní měnová spolupráce*. Praha : VŠE, Nakladatelství Oeconomica, 2006. 270 s. ISBN 80-245-1053-7.
- [19] MEJSTRŠÍK, M.; PEČENÁ, M.; TEPLÝ, P. *Základní principy bankovníctví*. Praha : Karolinum, 2008. 627 s. ISBN 80-246-1500-4.
- [20] MENŠÍK, J. *Peníze a peněžní politika*. Brno : Masarykova univerzita, 2005. 132 s. ISBN 80-21036-42-7.

- [21] MISHKIN, F. S.; EAKINS, S. G. *Financial markets and institutions*. 6th ed. Boston : Pearson Prentice Hall, 2009. 675 s. ISBN 9780321374219.
- [22] MUSÍLEK, P. *Finanční trhy a investiční bankovnictví*. Praha : ETC Publishing, 1999. 852 s. ISBN 80-86006-78-6.
- [23] PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha : Linde nakladatelství, 2005. ISBN 80-86131-63-7.
- [24] POLOUČEK, S. a kol. *Bankovnictví*. Praha : C.H. Beck, 2006. 716 s. ISBN 80-7179-462-7.
- [25] PROCHÁZKA, P. *Mezinárodní bankovnictví*. Praha : Bankovní institut, 1996. 347 s. ISBN 80-902243-0-X.
- [26] REVENDA, Z. *Centrální bankovnictví*. 2. rozš. vyd. Praha : Management Press, 2001. 782 s. ISBN 80-7261-051-1.
- [27] REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. Praha : Management Press, 1996. 613 s. ISBN 80-8594-306-9.
- [28] REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 4. vyd. Praha : Management Press, 2005. 627 s. ISBN 80-7261-132-1.
- [29] SEDLÁČEK, J. *Základy finančního účetnictví*. Praha : Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-95-5.
- [30] SEJBAL, J. *Základy peněžního vývoje*. Brno : Masarykova univerzita, 1997. 420 s. ISBN 80-210-1734-1.
- [31] SPONER, M. *Firemní finance*. Brno : Masarykova univerzita, 2012.
- [32] SPONER, M. *Mezinárodní finance*. Brno : Masarykova univerzita, 2012.
- [33] SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno : Masarykova univerzita, 2009. 195 s. ISBN 978-80-210-4976-5.
- [34] SYROVÝ, P.; NOVOTNÝ, M. *Osobní a rodinné finance*. Praha : Grada Publishing, 2003. 172 s. ISBN 80-247-0478-1.
- [35] ŠELEŠOVSKÝ, J. *Veřejné finance v ČR a EU*. Brno : Masarykova univerzita, 2005. 170 s. ISBN 80-210-3410-6.
- [36] ŠEVČÍK, A.; FUCHS, D.; GABRIEL, M. *Finanční trhy*. Brno : Masarykova univerzita, 2001. 149 s. ISBN 80-210-2696-0.
- [37] VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. přeprac a rozš.vyd. vyd. Praha: Ekopress, 2010, ISBN 88-086-9297-12.
- [38] VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007. 704 s. ISBN 978-80-7357-297-6.

Články

- [39] POLOLÁNÍK, L. Finanční krize – jak to začalo. *Finance.cz* [online], 14. 10. 2008. Dostupné na: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/195113-financi-krize-jak-to-zacalo/>>.
- [40] SPONER, M. Evropská měnová integrace. Finanční aspekty hospodářství. In *Sborník ESF MU*, Brno, 1998.

- [41] SPONER, M. Měnová politika a měnový vývoj v období transformace československé, resp. české ekonomiky (1990 – 1995). In *Sborník ESF MU*, Brno. 1996.
- [42] ŠIKULOVÁ, M.; MOKRIČKA, P. Světové trendy v oblasti financí. In *Evropské finanční systémy 2009*. Brno : Masarykova univerzita, 2009, s. 188 – 191. ISBN 80-210-4882-9.
- [43] ZÁMEČNÍK, P. Kořeny hypoteční a realitní krize: Nezodpovědnost. *Hypindex* [online]. 9. 3. 2009. Dostupné na: <<http://www.hypindex.cz/clanky/koreny-hypotecni-a-realitni-krize-nezodpovednost/>>.
- [44] Investiční výhled Finez Investment Management – listopad 2008. *Finez* [online], [cit. 19. 9. 2009]. Dostupné na: <<http://www.finez.cz/odborne-clanky/detail/investicni-vyhled-finez-investment-management-listopad-2008/>>.
- [45] CzechKid: Globalizace [online], [cit. 19. 9. 2009]. Dostupné na: <<http://www.czechkid.cz/si1050.html>>.

Další internetové zdroje:

- [46] Burza cenných papírů Praha. Dostupné na: <<http://www.pse.cz/>>.
- [47] Central intelligence agency. Dostupné na: <<https://www.cia.gov/>>
- [48] Česká národní banka. Dostupné na: <<http://www.cnb.cz/>>.
- [49] Český statistický úřad. Dostupné na: <<http://www.czso.cz/>>.
- [50] Evropská centrální banka. Dostupné na: <<http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>>.
- [51] Finance.cz. Dostupné na: <<http://www.finance.cz/>>.
- [52] Goldman Sachs. Dostupné na: <<http://www.goldman-sachs.de/>>.
- [53] Mezinárodní měnový fond. Dostupné na: <<http://www.imf.org/external/index.htm>>.
- [54] Ministerstvo financí České republiky. Dostupné na: <<http://www.mfcr.cz/>>.
- [55] Patria. Dostupné na: <<http://www.patria.cz/zpravodajstvi/home.html>>.
- [56] Peníze. Dostupné na: <<http://penize.org/>>.
- [57] Wikipedia. Dostupné na: <<http://en.wikipedia.org/>>.

Zákony

- [58] Zákon č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby v plat. znění.
- [59] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník v platném znění.
- [60] Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách v platném znění.
- [61] Zákon č. 96/1992 Sb., o stavebním spoření v platném znění.
- [62] Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech v platném znění.
- [63] Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance v platném znění.
- [64] Zákon č. 307/2000 Sb., o zemědělských skladních listech a zemědělských veřejných skladech v platném znění.
- [65] Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování v platném znění.
- [66] Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu v platném znění.