

MASARYKOVA UNIVERZITA
EKONOMICKO-SPRÁVNÍ FAKULTA

Základy financí

Martin Svoboda a kol.

Brno 2009

Autorský kolektiv:

Doc. Ing. Martin Svoboda, Ph.D.
vedoucí autorského kolektivu

Ing. Dionýz Horváth – kap. 7, 11
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. Miroslav Sponer, Ph.D. – kap. 7, 8, 9
Ing. Miroslava Šikulová – kap. 1, 11, 12

Recenzovali:

Ing. František Řezáč, Ph.D.
Ing. Petr Valouch, Ph.D.

© Martin Svoboda a kol., 2009
ISBN 978-80-210-4976-5

OBSAH

PŘEDMLUVA.....	5
1 ÚVOD DO FINANCI.....	6
1.1 Historie peněz	6
1.2 Podstata, funkce a formy peněz.....	7
1.3 Členění financí	9
2 FINANČNÍ TRHY	10
2.1 Finanční systém a finanční trhy.....	10
2.2 Způsoby financování a finanční zprostředkovatelé	14
2.3 Finanční trh a jeho členění	16
2.4 Investiční instrumenty a magický trojúhelník investování.....	18
2.5 Cenné papíry	19
2.6 Burza cenných papírů Praha a RM-System	21
3 BANKY A BANKOVNÍ SYSTÉMY	24
3.1 Klasifikace bankovních systémů	24
3.2 Legislativní úprava bankovníctví	26
3.3 Centrální banka a její funkce	28
3.4 Typy bank a jejich činnost	33
3.5 Obchodní bankovníctví	34
4 OSTATNÍ FINANČNÍ ZPROSTŘEDKOVATELÉ A SUBJEKTY PŮSOBÍCÍ NA FINANČNÍM TRHU	36
4.1 Subjekty kolektivního investování	36
4.2 Obchodníci s cennými papíry	41
4.3 Pojišťovny	43
4.4 Penzijní fondy	47
5 ČASOVÁ HODNOTA PENĚŽ.....	51
5.1 Úrokové míry v ekonomice.....	51
5.2 Jednoduché úročení	55
5.3 Složené úročení	58
5.4 Současná a budoucí hodnota anuity	60
5.5 Umořování dluhu – amortizace	64
5.6 Hodnocení efektivity investic	67
6 OSOBNÍ FINANCE A INVESTIČNÍ MOŽNOSTI	70
6.1 Vymezení osobních financí	70
6.2 Fáze osobních financí podle věku.....	70
6.3 Osobní finanční plánování.....	73
6.4 Investování, investiční strategie a možnosti	76
6.5 Investiční instrumenty a riziko	82

6.6	Základní investiční zásady, pravidla a doporučení	83
6.7	Finanční investování v ČR a ve světě	84
7	PODNIKOVÉ FINANCE	86
7.1	Cíle a principy podnikových financí	86
7.2	Finanční řízení podniku	87
7.3	Majetková a finanční struktura podniku.....	89
7.4	Optimalizace finanční struktury podniku	93
8	MEZINÁRODNÍ FINANCE	96
8.1	Cíle a principy mezinárodních financí	96
8.2	Platební bilance	97
8.3	Devizové kurzy a jejich determinanty	105
8.4	Systémy devizového kurzu.....	109
8.5	Devizový trh a jeho fungování.....	115
9	MEZINÁRODNÍ MĚNOVÝ SYSTÉM	121
9.1	Vznik a vývoj mezinárodního měnového systému	121
9.2	Bretton-woodský měnový systém	122
9.3	Vznik a fungování mezinárodních měnových a finančních institucí	124
9.4	Formování a význam Hospodářské a měnové unie.....	129
10	EKONOMICKÉ A FINANČNÍ INDIKÁTORY A INFORMACE	134
10.1	Význam ekonomických a finančních indikátorů	134
10.2	Hrubý domácí produkt	137
10.3	Inflace	141
10.4	Trh práce	149
10.5	Průmyslová produkce a využití výrobních kapacit	153
10.6	Stavební povolení a zahájení stavby	155
10.7	Maloobchodní obrát.....	157
10.8	Prodej automobilů	158
10.9	Burzovní informace	160
10.10	Úrokové sazby České národní banky	163
11	VÝVOJ FINANČNÍHO MYŠLENÍ A OSOBNOSTI FINANCÍ	165
11.1	Vývoj moderních financí	165
11.2	Nositelé Nobelovy ceny v oblasti financí	166
11.3	Další významné osobnosti	177
12	AKTUÁLNÍ FINANČNÍ TRENDY	186
12.1	Globální „megatrendy“	186
12.2	Trendy v oblasti financí	189
12.3	Finanční krize	190
	SEZNAM LITERATURY	193

PŘEDMLUVA

Vážení čtenáři,

publikaci, kterou právě začínáte číst, jsme pojali jako úvodní seznámení s problematikou financí a finančních institucí. Primárně je určena pro studenty 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.

Tato publikace se, na rozdíl od mnoha podobných, snaží vysvětlit problematiku financí v širším kontextu. Člení se 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, cíly a fungováním těchto dílčích oblastí financí. V publikaci se zaměřujeme 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 tato publikace 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, 1. října 2009

autoři

1 ÚVOD DO FINANČÍ

Slovo finance vzniklo z latinského „finare“, které původně znamenalo odsouzení k nějaké platbě podle soudního rozhodnutí, později jakoukoliv platbu. Od 16. století je „finances“ používáno k vyjádření příjmového hospodářství státu, nejdříve ve Francii, ze které se tento výraz přenesl i do dalších jazyků, např. angl. finance, něm. Finanzen, rus. financy, špan. finanzas, it. finanze.

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. Svěráznější definici lze nalézt v anglickém slovníku, kde je uvedeno, že finance jsou práce, která spočívá v tom, jak přinutit peníze, aby vydělávaly další peníze².

Jako další definici lze uvést například tuto: Finance jsou speciální částí mikroekonomie zabývající se chováním finančních trhů a ohodnocováním (resp. oceňováním) obchodovaných finančních instrumentů.³

Jak je každému zřejmé, finance jsou úzce spjaty s penězi čili platebními prostředky. V současnosti využíváme hotovost, platební a kreditní karty či bankovní převody pomocí internetu či telefonu. Současný platební styk je tedy pohodlný, flexibilní a poměrně rychlý. Než však vývoj dospěl do tohoto bodu, uběhla řada století.

1.1 Historie peněz

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 a služeb navíc začalo docházet k tomu, že jedna osoba měla zájem o zboží druhé osoby, ta však za své zboží požadovala zboží třetí osoby. To vedlo k problémům při směnách a k růstu nákladů spojených s vyhledáváním obchodních partnerů k realizaci směny, tedy k růstu transakčních nákladů⁴.

Proto se určitý druh zboží vyčlenil a lidé jej začali používat jako tzv. **plnohodnotné peníze** neboli **komoditní peníze**. V různých dobách a v různých zemích byly tímto všeobecně přijímaným zbožím různé předměty, především věci hodnotné, potřebné nebo ozdobné. Jedním z prvních prostředků směny byly v oblastech u Indického a Tichého oceánu mušle, a to dle odhadů již 2000 let př. n. l. V jižní části Pacifiku plnily tuto funkci šperky, v Severní Americe kožešiny. Slované používali med, obilí, kožešiny či plátno (odtud pochází slovo platit), Římané například dobytek. Jako další platidla se používaly také perly, kovy, zvířata, čaj, sůl či koření.

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

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

² Longman Dictionary of Business English, 1995, s. 261; citováno z MUSÍLEK, P. *Finanční trhy a investiční bankovníctví*. Praha : ETC Publishing, 1999, s. 12.

³ MUSÍLEK, P. *Finanční trhy a investiční bankovníctví*. Praha : ETC Publishing, 1999, s. 13.

⁴ Transakční náklady jsou např. zprostředkovatelské poplatky, emisní náklady, poplatky za právní či administrativní služby.

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 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.

Během světových válek a hospodářské krize se však zlatý standard dostal do problémů. Proto byl roku 1944, před koncem druhé světové války, na konferenci v Bretton Woodu zaveden nový systém (tzv. bretton-woodský systém), kdy byl zlatem kryt dolar a americká centrální banka měla povinnost kdykoliv směňovat zlato za dolary (kurz 35 USD za jednu trojskou unci zlata). Tento systém rovněž stanovil *pevné směnné kurzy* dalších měn k dolaru, takže tak byly měny vázané na dolar kryté zlatem.

Tato záruka krytí drahým kovem byla zrušena až roku 1971 americkým prezidentem Richardem Nixonem, neboť o dva roky dříve nebyly Spojené státy schopné zaměnit Francii její dolarové rezervy za zlato. Následně se do kurzových vztahů začal prosazovat systém pružných směnných kurzů. (dále viz kapitola 8 a 9).

1.2 Podstata, funkce a formy peněz

Za *peníze* v tom nejobecnějším 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.⁷

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

⁶ Trojská unce představuje 31,1034807 gramů.

⁷ REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha : Management Press, 1996, s. 22.

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 čehokoliv, 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, 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.

Obě **formy peněz** byly již zmíněné výše, ale je důležité si uvědomit, že rozlišujeme:

- 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.

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

1.3 Členění financí

Finance můžeme členit na čtyři základní sektory:

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

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

Podnikové finance se tedy 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.

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.

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.⁹

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.

Samozejmě 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.

⁹ 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.

2 FINANČNÍ TRHY

2.1 Finanční systém a finanční trhy

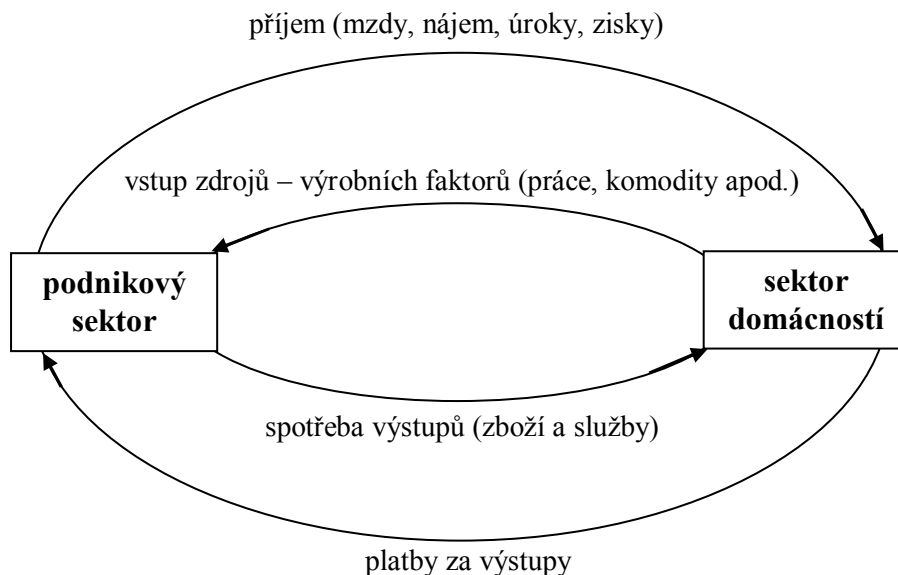
Podívejme se nejprve na to, co je to finanční systém, jaký je jeho význam, jaké plní funkce a kdo jsou jeho účastníci.

Ekonomický a finanční systém

Finanční systém je součástí systému ekonomického, jehož fungování a význam je možné vysvětlit pomocí zjednodušeného modelu¹⁰, který je znázorněn na schématu 1. Pro zjednodušení budeme předpokládat, že:

- v ekonomice existují pouze dva sektory, a to sektor domácností (households) a sektor podnikový (businesses),
- domácnosti jsou výhradními vlastníky všech výrobních faktorů (práce, půdy, kapitálu), které nabízejí podnikům,
- podniky pomocí výrobních faktorů domácností vyrábí zboží a služby, které nakupují a spotřebovávají domácnosti,
- ekonomika je ekonomikou uzavřenou (neexistuje propojení se zahraničím) a
- v ekonomice neexistuje vládní sektor (tzn. žádné vládní příjmy, žádné vládní výdaje, úvěry).

Schéma 1: Model ekonomického systému



Pramen: upraveno podle JÍLEK, J. Finanční trhy. Praha : Grada Publishing, 1997, s. 16

Na schématu jsou znázorněny dva toky – **tok reálný** představovaný vnitřní smyčkou a reprezentující reálnou ekonomiku a **tok peněžní** představovaný vnější smyčkou a reprezentující finanční systém. V případě neexistence finančního systému mohou domácnosti

¹⁰ JÍLEK, J. *Finanční trhy*. Praha : Grada Publishing, 1997, s. 15 – 17.

v daném okamžiku buď samy spotřebovat jimi vlastněné komodity nebo je vyměnit s jinými domácnostmi za jiné komodity, příp. mohou svoji spotřebu odložit a nabídnout vlastněné komodity podnikům k výrobě jiných komodit, které budou následně spotřebovány danými domácnostmi nebo vyměněny za jiné komodity s jinými domácnostmi¹¹. Případně mohou být tyto komodity opět dále nabídnuty domácnostmi podnikovému sektoru k výrobě dalších komodit. Zmíněná směna mezi jednotlivými domácnostmi by pak probíhala tzv. **barterovým způsobem** (tedy výměnou jedné komodity za jinou bez přítomnosti finančních prostředků), který s sebou zpravidla nese celou řadu obtíží, které jsou spojeny především s hledáním vhodné protistrany pro realizaci obchodu. Je totiž třeba nalézt někoho, kdo chce zboží, které máme, a zároveň má zboží, které chceme, příp. do výměny zapojit další domácnost nebo domácnosti, aby bylo možné směnu vůbec uskutečnit. Jestliže totiž chceme zboží, které první domácnost není ochotná směnit za námi vlastněné zboží, můžeme jej směnit s druhou domácností za zboží, které chce první domácnost, a to následně směnit s první domácností (a získat tak zboží, které potřebujeme) atp.

Podobné chování je přitom možné pozorovat i v podnikovém sektoru. Nakoupené výrobní faktory mohou být ihned použity k výrobě zboží a služeb, vyměněny s jiným podnikem za jiné výrobní faktory, které budou následně použity ve výrobě, příp. jejich „výrobní“ spotřeba může být odložena.

Vysoké transakční náklady spojené s provedením směny¹² pak zpravidla vedou ke vzniku jedné nebo několika obíhajících komodit, které se stanou jednotkou směny, resp. ke vzniku peněžní jednotky (ať již hotovostní či bezhotovostní).¹³

Výsledkem zavedení peněžní jednotky je vytvoření peněžních a reálných toků ve zmíněném modelu ekonomického systému.

Vzhledem k výše uvedenému je dnes možné považovat finanční systém za neodmyslitelnou součást vyspělých ekonomických systémů. Následující schéma tak již znázorňuje vztah mezi ekonomickým a finančním systémem a zakresleny jsou zde již také jednotlivé trhy:

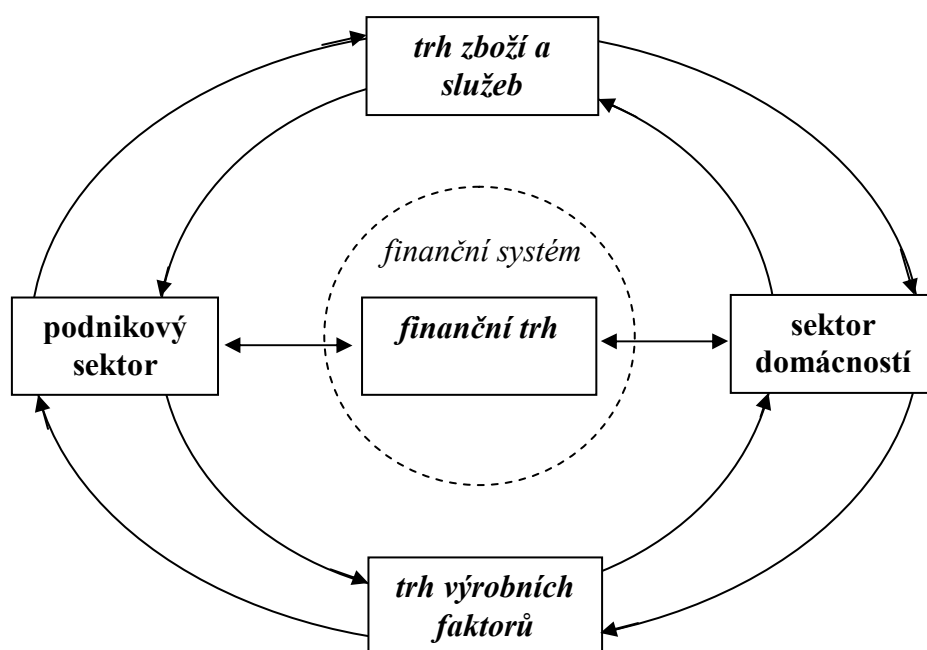
- **trh výrobních faktorů** – na kterém se setkává nabídka a poptávka po výrobních faktorech,
- **trh zboží a služeb** – na kterém se setkává nabídka a poptávka po zboží a službách a
- **finanční trh** – na kterém se setkává nabídka a poptávka po penězích a kapitálu.

¹¹ Pro zjednodušení nejsou na schématu 1 zachyceny transakce uvnitř sektoru domácností (tzn. směna zboží, příp. služeb, či výrobních faktorů) ani mezi podniky (tzn. směna nakoupených výrobních faktorů či vyrobeného zboží a služeb).

¹² Např. čas a úsilí spojené s hledáním „vhodné“ domácnosti, příp. domácností k provedení směny.

¹³ Více o vzniku hotovostních i bezhotovostních peněz viz např. MENŠÍK, J. *Peníze a peněžní politika*. Brno : Masarykova univerzita, 2005, s. 13 – 38; či SEJBAL, J. *Základy peněžního vývoje*. Brno : Masarykova univerzita, 1997.

Schéma 2: Ekonomický a finanční systém



Pramen: upraveno podle VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. Praha : ASPI, 2007, s. 17

Na obrázku si můžeme opět všimnout dvou již dříve zmíněných toků – toku výrobních faktorů a zboží a služeb (vnější smyčka) a toku plateb (vnitřní smyčka)¹⁴ – a finančního trhu, na kterém mohou domácnosti i podniky vystupovat jak na straně nabídky, tak na straně poptávky, což je znázorněno obousměrnými šipkami. Na straně nabídky vystupují tzv. **finančně přebytkové subjekty** ekonomického systému (primární věřitelé), které mají přebytek volných finančních prostředků, pro které v daném okamžiku nemají uplatnění, a proto jsou ochotny tyto volné zdroje zapůjčit jinému subjektu. Na straně poptávky vystupují tzv. **finančně deficitní subjekty** (koncoví dlužníci), které v daném okamžiku pocítují nedostatek volných finančních prostředků, které se snaží na finančním trhu získat, aby mohly uskutečnit své záměry. Finančně přebytkové subjekty ekonomiky (v našem případě domácnosti i podniky) vytváří úspory, které jsou prostřednictvím finančního trhu převáděny k finančně deficitním subjektům ekonomiky (v našem případě opět domácnosti a podniky), které potřebují získat finanční prostředky. 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*.¹⁵

¹⁴ Pro názornost nejsou opět na schématu 2, stejně jako na schématu 1, zachyceny transakce uvnitř sektoru domácností (tzn. směna zboží, příp. služeb či výrobních faktorů) ani mezi podniky (tzn. směna nakoupených výrobních faktorů či vyrobeného zboží a služeb).

¹⁵ BLAKE, D. *Analýza finančních trhů*. Praha : Grada Publishing, 1995, s. 21; JÍLEK, J. *Finanční trhy*. Praha : Grada Publishing, 1997, s. 17 – 19; VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 18 – 19.

Funkce finančního trhu

V tržní ekonomice plní finanční trhy mnoho funkcí, z nichž můžeme zmínit např. funkci:¹⁶

- **shromážd'ovací** – na finančním trhu dochází k dočasnému shromáždění volných finančních prostředků přebytkových subjektů před tím, než jsou alokovány k deficitním jednotkám ekonomiky,
- **depozitní** – finanční trh nabízí pestrou nabídku nástrojů, které se liší výnosností, rizikem a likviditou a které umožňují finančně přebytkovým subjektům ukládat, resp. investovat jejich dočasně volné finanční prostředky,
- **alokační** – na finančním trhu dochází k přesunu shromážděných dočasně volných finančních prostředků přebytkových subjektů k deficitním jednotkám ekonomiky,
- **likvidity** (obchodní) – finanční trh zajišťuje obchodovatelnost investičních nástrojů, tzn. že investor může daný investiční instrument kdykoliv koupit a následně také prodat, tj. přeměnit dané aktivum na hotovost,
- **cenotvorná (informační)** – na finančním trhu se střetává nabídka a poptávka po jednotlivých investičních instrumentech, na základě čehož se utváří cena daného instrumentu; cena, která se na trhu vytvořila, přináší důležitou informaci nejen pro investory a emitenty, ale rovněž třeba pro vládu či regulatorní orgány,
- **uchovatele hodnoty** – některé nástroje finančního trhu jsou schopny uchovat kupní sílu vložených finančních prostředků v situaci inflace, a tím částečně snížit její negativní dopad na přebytkové subjekty,
- **snížení rizika** – finanční trh umožňuje snížení nebo úplnou eliminaci současných i potenciálních podstupovaných rizik (např. prostřednictvím pojištění, finančních derivátů, diverzifikací portfolia)

Účastníci finančního systému

Účastníky finančního systému je možné obecně rozdělit do následujících čtyř skupin:¹⁷

- **deficitní subjekty** – subjekty, které poptávají na finančním trhu finanční prostředky k pokrytí svých běžných výdajů či investic, v současné době tedy pociťují nedostatek finančních prostředků, zjednodušeně je možné je nazývat dlužníky či emitenty (v případě, že dodatečné finanční prostředky jsou získány prostřednictvím emise cenných papírů apod.),
- **přebytkové subjekty** – subjekty, které nabízejí na finančním trhu své dočasně volné finanční prostředky (úspory), v současné době tedy pociťují přebytek finančních prostředků, pro které nemají uplatnění, jsou tak ochotné poskytnout tyto volné zdroje jiným subjektům, zjednodušeně je možné je nazývat investory či věřiteli,
- **finanční zprostředkovatelé** – jejich úkolem je napomoci přesunu dočasně volných finančních prostředků od přebytkových subjektů k deficitním, a to pokud možno s minimálními transakčními a informačními náklady,¹⁸
- **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.

¹⁶ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 20 – 21.

¹⁷ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 18, 27.

¹⁸ Finančním zprostředkovatelům a jejich činnosti se budeme věnovat v následujících podkapitolách.

2.2 Způsoby financování a finanční zprostředkovatelé

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, jejichž úkolem je usnadnit přesun (polopřímá a nepřímá alokace finančních zdrojů), nebo bez nich (přímá alokace finančních zdrojů).

Přímá alokace finančních zdrojů

V případě přímé alokace finančních zdrojů (přímého financování) dochází k přesunu dočasně volných finančních prostředků od přebytkového subjektu (věřitele) přímo k subjektu deficitnímu (dlužníku) bez účasti finančního zprostředkovatele. Deficitní subjekt např. emituje nějaký druh cenného papíru (např. dluhopis), který ztělesňuje jeho závazek a za který mu přebytkový subjekt poskytne potřebné finanční prostředky. Na první pohled se tento způsob financování sice může zdát jako velmi jednoduchý a efektivní (do procesu není zapojen žádný další subjekt, není tedy třeba nikomu platit odměnu za zprostředkování), nicméně v reálném životě je tento způsob financování spojen s celou řadou problémů, které jsou spojeny s hledáním, kontaktováním a prověřováním obou zúčastněných stran, sladováním parametrů dané transakce (objemu, ceny finančních zdrojů, splatnosti apod.) atd. V důsledku toho je přímá alokace finančních zdrojů zpravidla spojena s vysokými transakčními a informačními náklady.¹⁹ Princip přímé alokace finančních zdrojů je schématicky znázorněn na schématu 3.

Schéma 3: Přímá alokace finančních zdrojů



Pramen: upraveno podle VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. Praha : ASPI, 2007, s. 22

Polopřímá alokace finančních zdrojů

U polopřímé alokace finančních zdrojů (polopřímého financování) dochází již k přesunu dočasně volných finančních prostředků od přebytkového subjektu (věřitele) k deficitnímu subjektu (dlužníku) za účasti **finančního zprostředkovatele**, což by mělo usnadnit přesun finančních prostředků a snížit transakční a informační náklady (finanční zprostředkovatel disponuje informacemi o přebytkových a deficitních subjektech, jejich možnostech a požadavcích na transakce, vyhledává vhodnou protistranu, kontaktuje potenciální partnery, účastní se emise cenných papírů apod.). Finanční zprostředkovatel zde vystupuje v roli „obchodníka“, který transakci provádí tzv. **na cizí účet** (tzn. na účet klienta). Pro přebytkovou a deficitní jednotku je polopřímé financování obvykle levnější a pružnější než financování přímé. Jisté problémy, zejména pak ve shodě požadavků potenciálního dlužníka a věřitele, lze

¹⁹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 22.

však čekat i v tomto případě, i když v menší míře.²⁰ Princip polopřímé alokace finančních zdrojů je schématicky znázorněn na schématu 4.

Schéma 4: Polopřímá alokace finančních zdrojů

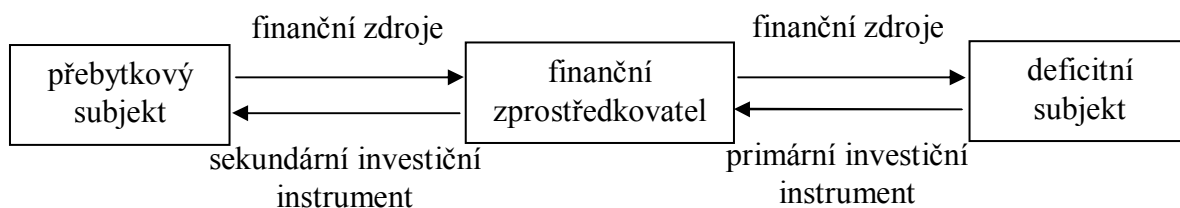


Pramen: upraveno podle VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. Praha : ASPI, 2007, s. 22 – 23.

Nepřímá alokace finančních zdrojů

U nepřímé alokace finančních zdrojů (nepřímého financování) dochází k přesunu dočasně volných finančních prostředků od přebytkového subjektu (věřitele) k deficitnímu subjektu (dlužníku) rovněž za účasti **finančního zprostředkovatele**, ten však tentokrát již obchoduje **na vlastní účet** (nikoliv na účet svého klienta). Finanční zprostředkovatel přijímá primární investiční instrumenty (cenné papíry) od deficitních subjektů a emituje sekundární, které nabízí přebytkovým subjektům. Tzn. že finanční zprostředkovatel získává finanční prostředky prodejem sekundárních investičních instrumentů přebytkovým subjektům ekonomiky a získané dočasně volné finanční prostředky pak používá k nákupu primárních investičních instrumentů od deficitních jednotek. Princip nepřímého financování přispívá k dalšímu snížení transakčních a příp. i informačních nákladů a umožňuje sladit požadavky potenciálních dlužníků a věřitelů (finanční zprostředkovatelé provádí transformaci aktiv, rizika, splatnosti a likvidity).²¹ Princip nepřímé alokace finančních zdrojů je schématicky znázorněn na schématu 5.

Schéma 5: Nepřímá alokace finančních zdrojů



Pramen: upraveno podle VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. Praha : ASPI, 2007, s. 23

Finanční zprostředkovatelé

Z výše uvedeného vyplývá, že finanční zprostředkovatelé jsou subjekty, které usnadňují přesun finančních prostředků od přebytkových subjektů ekonomiky k subjektům deficitním. Jedná se např. o banky, obchodníky s cennými papíry, pojišťovny či fondy kolektivního investování. Jejich účast při alokaci finančních prostředků sice obecně přispívá ke snížení

²⁰ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 22 – 23.

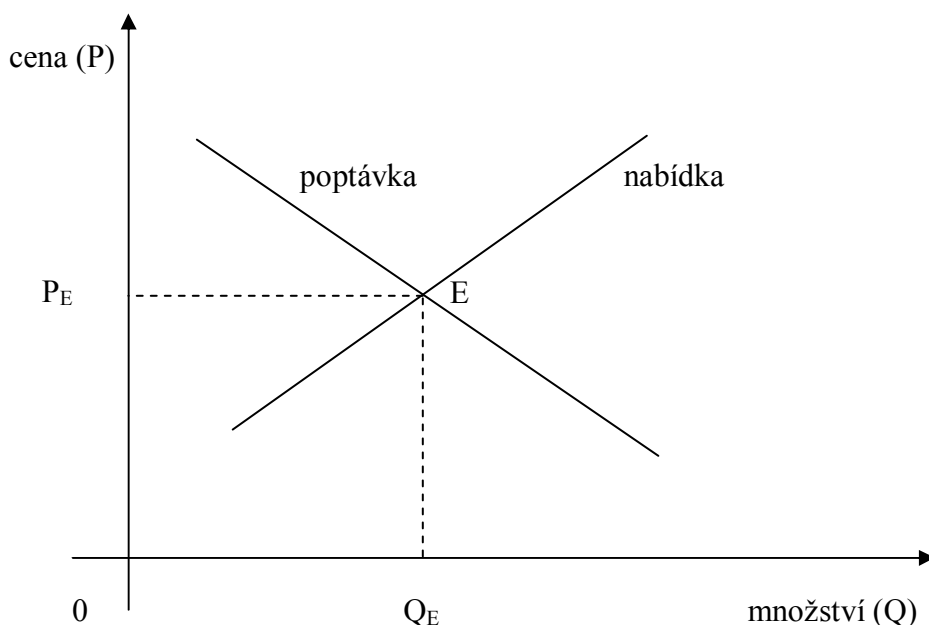
²¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 23.

výše transakčních a informačních nákladů (jak již bylo vysvětleno u polopřímého a nepřímého financování), neměli bychom však zapomínat na to, že i tyto subjekty provádí svou činnost zpravidla na ziskovém principu a že ne vždy je využití jejich služeb nutné a prospěšné pro klienta, ať již se jedná o deficitní nebo přebytkový subjekt.

2.3 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 základě²², nebo jako trh, na němž se soustřeďuje nabídka a poptávka po finančních prostředcích, resp. penězích a kapitálu²³. Finanční trh je zakreslen na schématu 6. Všimněme si, že i zde je na základě střetu nabídky a poptávky možné určit rovnovážnou cenu P_E a rovnovážné množství Q_E (podobně jako třeba na trhu zboží a služeb).

Schéma 6: Finanční trh



Pramen: vlastní vyobrazení

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:²⁴

- *peněžní trhy* (money market) – trhy s produkty se splatností do 1 roku,
- *kapitálové trhy* (capital market) – trhy s produkty se splatností delší než 1 rok.

²² VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 19.

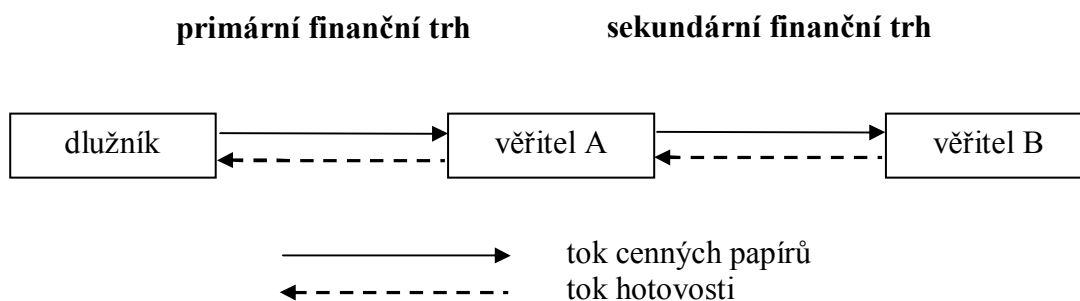
²³ JÍLEK, J. *Finanční trhy*. Praha : Grada Publishing, 1997, s. 39.

²⁴ ŠEVČÍK, A.; FUCHS, D.; GABRIEL, M. *Finanční trhy*. Brno : Masarykova univerzita, 2001, s. 28.

Dle charakteru aktivace finančních prostředků se finanční trhy člení na:²⁵

- *primární trhy* – trhy s novými emisemi investičních produktů (cenných papírů). Emitent cenného papíru (deficitní subjekt) zde získává volné finanční prostředky. Přípravu a provedení emisního obchodu včetně jeho následného zajištění a podpory provádí buď emitent sám (vlastní emise) nebo využívá služeb investiční banky nebo obchodníka s cennými papíry (cizí emise).
- *sekundární trhy* – trhy s již emitovanými produkty (cennými papíry). Transakce nevytvářejí pohledávky za prvotními dlužníky a obchod se uskutečňuje pouze mezi investory. Jde o trh se „starými“ finančními instrumenty, které se pohybují od jednoho investora ke druhému. Emitent cenného papíru na tomto trhu již nezískává žádné další volné finanční prostředky. Typickým příkladem je burza, která zajišťuje likviditu cenného papíru.

Schéma 7: Vztah mezi primárním a sekundárním finančním trhem



Pramen: upraveno podle JÍLEK, J. Finanční trhy. Praha : Grada Publishing, 1997, s. 50

A dle obsahu a charakteru instrumentů se finanční trhy rozlišují na:²⁶

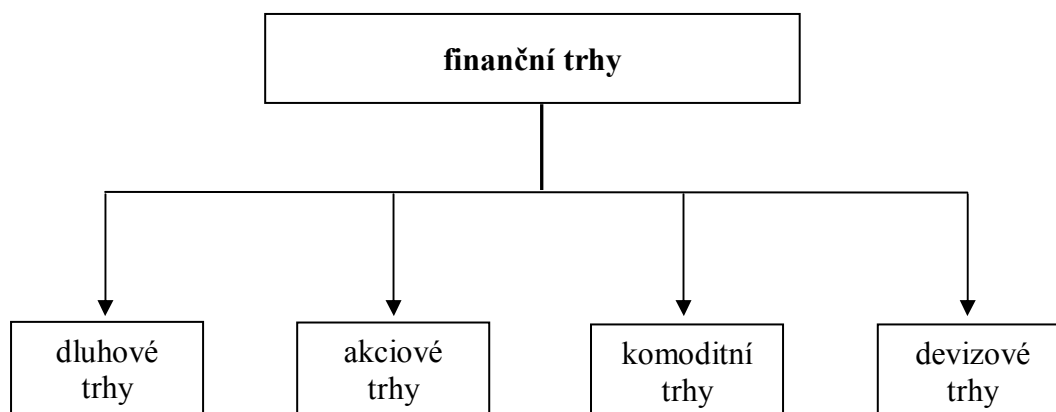
- *dluhové trhy* – trhy s úvěry, půjčkami a dluhovými cennými papíry
- *akciové trhy* – trhy s akciemi – majetkovými cennými papíry s teoreticky nekonečnou dobou splatnosti
- *komoditní trhy* – trhy s cennými kovy (zlato, stříbro...)²⁷
- *devizové (měnové) trhy* – obchody nejen s měnou, ale i dluhové, akciové a komoditní trhy v cizích měnách

²⁵ ŠEVČÍK, A.; FUCHS, D.; GABRIEL, M. *Finanční trhy*. Brno : Masarykova univerzita, 2001, s. 28; VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 23 – 24.

²⁶ ŠEVČÍK, A.; FUCHS, D.; GABRIEL, M. *Finanční trhy*. Brno : Masarykova univerzita, 2001, s. 29.

²⁷ V tomto případě se tak jedná o užší pojetí finančních trhů, v širším pojetí je jedná o trhy nejen s cennými kovy, ale i dalšími surovinami.

Schéma 8: Finanční trhy dle obsahu a charakteru instrumentů



Pramen: upraveno podle JÍLEK, J. *Finanční trhy*. Praha : Grada Publishing, 1997, s. 40

2.4 Investiční instrumenty a magický trojúhelník investování

Jestliže jsme finanční trhy definovali jako souhrn investičních instrumentů, institucí, postupů a vztahů, při nichž dochází k přelévání volných finančních zdrojů mezi přebytkovými a deficitními jednotkami na dobrovolném smluvním základě²⁸, měli bychom se blíže seznámit s investičními instrumenty a jejich základními charakteristikami.

Finanční teorie zpravidla definuje **investiční instrumenty (nástroje)** jako aktiva, která investorovi (majiteli) přináší nějaký nárok na budoucí příjem (např. dividendy, kuponové platby, úroky či kapitálové výnosy). Investiční instrumenty se pak dělí na finanční a reálné instrumenty (nástroje). Početnější skupinu tvoří *finanční nástroje*, které dnes již zpravidla nemají hmotnou podobu, jako jsou různé druhy cenných papírů (s výjimkou zbožových cenných papírů), finanční deriváty, pojišťovací kontrakty, termínové a spořicí účty atd. *Reálné nástroje* oproti tomu obvykle mívají hmotnou podobu, jedná se např. o různé formy investic do drahých kovů, drahokamů, obrazů, známek, nemovitostí či nerostných surovin.²⁹

Přebytkové subjekty ekonomiky (investoři) 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*.

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)³⁰, a *důchodem* (průběžným výnosem, např. dividendou, kupónovou platbou či úrokem).³¹ Cílem většiny investorů je dosáhnout co nejvyššího výnosu vzhledem k podstoupenému riziku a likviditě. 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 nebo který mohl být dosažen, zatímco *očekávaný výnos* je investorem anticipované (očekávané) zhodnocení investovaných finančních prostředků v budoucnosti a jeho dosažení je nejisté.³²

²⁸ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 19.

²⁹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 201.

³⁰ Zda se bude jednat o zisk nebo ztrátu určuje výše rozdílu mezi prodejní cenou investičního instrumentu, příp. cenou, za kterou by mohl být investiční instrument prodán, a jeho kupní cenou.

³¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 583.

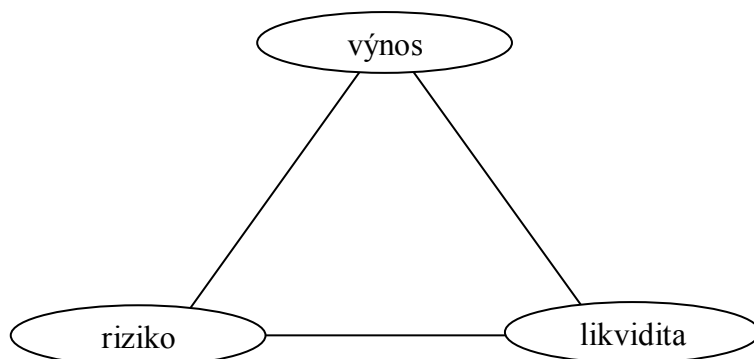
³² MUSÍLEK, P. *Finanční trhy a investiční bankovnictví*. Praha : ETC Publishing, 1999, s. 75.

Riziko je investory chápáno jako nebezpečí, že se skutečná výnosová míra investičního instrumentu odchýlí od výnosové míry očekávané³³. Cílem většiny investorů je minimalizovat riziko vzhledem k výnosu a likviditě. Také v případě rizika rozlišujeme mezi rizikem historickým (určeným ex-post) a rizikem očekávaným (ex-ante).

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.³⁴ Cílem každého racionálního investora by pak mělo být dosažení co nejvyšší likvidity ve vztahu k výnosu a riziku.

Pokud bychom tedy měli říci, jaký investiční instrument si na základě výnosu, rizika a likvidity investor vybere, můžeme na základě výše uvedeného říci, že to bude takový investiční instrument, který bude nabízet maximální výnos a likviditu a minimální riziko. Takové investiční instrumenty však ve skutečnosti neexistují a investor by je tak na trhu hledal zbytečně. Všechny tři cíle – maximálního výnosu, maximální likvidity a minimálního rizika – není možné dosáhnout najednou, investor si tak musí vždy vybrat určitou kombinaci mezi těmito cíli. Tuto skutečnost názorně demonstruje tzv. **magický trojúhelník investování**, který bývá používán pro vysvětlení této problematiky (viz schéma 9). 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.

Schéma 9: Magický trojúhelník investování



Pramen: vlastní vyobrazení

Na závěr poznamenejme ještě něco málo o vztahu mezi rizikem a výnosem a likviditou a výnosem. Vztah *mezi rizikem a výnosem* je přímo úměrný, tzn. že čím vyšší je riziko, tím vyšší je výnos. Vztah *mezi likviditou a výnosem* je naopak nepřímo úměrný, tedy čím vyšší je likvidita, tím nižší je výnos.

2.5 Cenné papíry

Cenné papíry jsou zastupitelné a převoditelné (obchodovatelné) finanční nástroje, které ztělesňují právní nárok svého majitele vůči subjektu, který je v něm zavázán.³⁵ 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

³³ V zásadě ať již v pozitivním slova smyslu či negativním.

³⁴ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 602.

³⁵ JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. Praha : GRADA Publishing, 2009, s. 98; VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 201.

cenných papírů existuje v tzv. zaknihované (dematerializované) podobě, kdy listinná podoba je nahrazena zápisem do evidence.

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 následující 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 akcie; vzhledem k tomu, že pouze dočasně nahrazují upsané a zcela nesplacené akcie, jsou s nimi spojena všechna práva vyplývající z předmětných akcií³⁶
- **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 akcií, jejichž převoditelnost není omezena; jsou s nimi spojena všechna práva upisovatele³⁷
- **podílové listy** – cenné papíry, s nimiž je spojen podíl podílníka na majetku v podílovém fondu, příp. další práva³⁸
- **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 prodeji³⁹
- **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 ve stanovené době za stanovenou realizační cenu⁴⁰
- **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
- **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 zásilky⁴¹

³⁶ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 207.

³⁷ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 207.

³⁸ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 237.

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

⁴⁰ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 248.

⁴¹ § 612 obchodního zákoníku.

- **skladištní listy** – cenné papíry, s nimiž je spojeno právo požadovat vydání skladované věci⁴²
- **zemědělské skladní listy** – cenné papíry, které představují vlastnické a zástavní právo k uskladněnému zboží⁴³

2.6 Burza cenných papírů Praha a RM-Systém

V závěru této kapitoly věnujme ještě několik slov vzniku a vývoji novodobých organizovaných burzovních a mimoburzovních trhů cenných papírů v České republice reprezentovaných Burzou cenných papírů Praha a RM-Systémem.

Burza cenných papírů Praha (BCPP)

Burza cenných papírů Praha je dnes největším organizátorem trhu s cennými papíry v České republice. V červnu 2001 se burza stala přidruženým členem Federace evropských burz (FESE), od 1. května 2004 se pak v návaznosti na vstup České republiky do Evropské unie stala jejím řádným členem. V květnu 2004 navíc burza získala od americké Komise pro cenné papíry a burzy (SEC) statut definované zahraniční burzy (tzv. „Designated Offshore Market“), čímž se Burza cenných papírů Praha zařadila do prestižního seznamu neamerických burz bezpečných pro investory.⁴⁴

Pokud jde o historii jejího vzniku, snahy o založení burzy sahají až do dob Marie Terezie, úspěchu však bylo dosaženo až v roce 1871 založením Pražské burzy pro zboží a cenné papíry. Zpočátku se na pražské burze, jak sám název napovídá, obchodovalo nejen s cennými papíry, ale i s komoditami (můžeme pro zajímavost zmínit, že pražská burza byla velmi úspěšná v obchodování s cukrem, pro které se stala klíčovým trhem pro celé Rakousko-Uhersko). Po první světové válce se pak již na burze obchodovalo pouze s cennými papíry. Meziválečné období bylo pro burzu obdobím velkého rozmachu (svým významem dokonce předčila vídeňskou burzu). Začátek druhé světové války však tento úspěšný vývoj přerušil a v konečném důsledku znamenal pro pražskou burzu konec obchodování na více než 60 let.

Na úspěšnou a bohatou tradici mohla burza navázat až po pádu komunismu. Aktivitu směřující k znovuoživení kapitálového trhu v České republice, resp. k založení burzy, byly vyvíjeny již od počátku 90. let 20. století (např. v květnu 1991 vznikl Přípravný výbor pro založení Burzy cenných papírů Praha, tvořený osmi bankami). 6. dubna 1993 se na parketu pražské burzy uskutečnily první obchody a burza začala psát svou novodobou historii.⁴⁵ Na burze se sice zpočátku obchodovalo pouze se sedmi emisemi cenných papírů (obchodní seance se konaly pouze jednou týdně a objemy obchodů se v této době řádově pohybovaly v desítkách tisíc českých korun), nicméně již v červnu bylo na burzu uvedeno 622 emisí akcií z 1. kola kuponové privatizace, v červenci následovaných dalšími 333 emisemi. Po uvedení emisí z kuponové privatizace došlo na trhu k výraznému převisu nabídky nad poptávkou, což vedlo k významnému poklesu cen těchto akcií. Vzrůstající zájem investorů si následně vynutil zavedení každodenního obchodování. Z dalších událostí, které měly význam pro vývoj pražské burzy, můžeme uvést např. uvedení 674 emisí na burzovní trh (1. 3. 1995), zavedení obchodování v obchodním systému KOBOS (Kontinuální obchodní systém) s akciemi a dluhopisy, které umožnilo průběžné obchodování při proměnlivé ceně, vyřazení 1301

⁴² § 528 obchodního zákoníku.

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

⁴⁴ Burza cenných papírů Praha: Profil burzy. Dostupné na: <<http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy>>.

⁴⁵ Burza cenných papírů Praha: Historie burzy. Dostupné na: <<http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Historie-Burzy>>; VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 103.

nelikvidních emisí akcií z volného trhu burzy v roce 1997 za účelem zvýšení likvidity či vytvoření SPADu (Systém pro podporu trhu akcií a dluhopisů) v roce 1998, který umožnil kontinuální obchodování vybraných cenných papírů za pomoci tvůrců trhu.⁴⁶

V současné době je možné na Burze cenných papírů Praha obchodovat nejen s domácími, ale i zahraničními investičními instrumenty. První zahraniční akciovou emisí přijatou k obchodování byla emise Erste bank (zahájení obchodování 1. 10. 2002). První IPO (Initial Public Offering, primární veřejná nabídka akcií) zde bylo realizováno v roce 2004 s akciemi Zentivy. Předmět obchodování se výrazně rozšířil v roce 2006, kdy k obchodování s akciemi a dluhopisy přibýlo obchodování s investičními certifikáty, finanční futures a warranty.⁴⁷

Majoritním vlastníkem Burzy cenných papírů Praha je od roku 2008 Vídeňská burza cenných papírů.

Objemy obchodů s jednotlivými instrumenty na Burze cenných papírů Praha (pro srovnání i s uvedenými objemy obchodů realizovanými na RM-Systému) jsou znázorněny v tabulce 1. Pro zajímavost si můžeme uvést i počty registrovaných emisí na Burze cenných papírů Praha (tabulka 2).

Tabulka 1: Objem obchodů na Burze cenných papírů Praha a RM-Systému

roční (mld. Kč)		2005	2006	2007	2008	meziroční změna (%)	
BCPP	Akcie a podílové listy	1 041,2	848,9	1 013,0	852,0	-15,89	
	Dluhopisy	533,2	598,9	508,9	643,2	26,39	
	Deriváty	Futures	0,0	0,0	1,9	0,6	-68,71
		Certifikáty a warranty	0,0	0,0	1,2	0,5	-62,00
		celkem	0,0	0,0	3,1	1,1	-66,06
celkem	1 574,4	1 447,9	1 525,0	1 496,2	-1,88		
RM-S		6,6	3,9	7,7	6,9	-10,39	
celkem		1 581,0	1 451,8	1 532,6	1 503,1	-1,93	

*Pramen: Ministerstvo financí České republiky: Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2008, s. 22.
Dostupné na: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/2008_Vytah_Rocni_zprava_o_FT_pdf.pdf>*

⁴⁶ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 103 – 104.

⁴⁷ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 104.

Tabulka 2: Burza cenných papírů Praha: Počty registrovaných emisí

k 31.12.		2004	2005	2006	2007	2008
Akcie	Hlavní trh	6	8	10	21	17
	Vedlejší trh	29	19	11	-	-
	Volný trh	20	12	11	11	11
	celkem	55	39	32	32	28
Dluhopisy	Hlavní trh	24	27	28	41	38
	Vedlejší trh	20	15	15	-	-
	Volný trh	35	54	67	91	83
	celkem	79	96	110	132	121
Deriváty a ostatní produkty	Futures	-	-	2	6	6
	Investiční certifikáty	-	-	7	39	46
	Warranty	-	-	0	2	2
	celkem	0	0	9	47	54
celkem		134	135	151	211	203

Pramen: Ministerstvo financí České republiky: Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2008, s. 23. Dostupné na: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/2008_Vytah_Rocni_zprava_o_FT_pdf.pdf>

RM-System

RM-System byl původně organizátorem mimoburzovního trhu v České republice, v současné době však je vedle Burzy cenných papírů Praha dalším organizátorem burzovního trhu s cennými papíry u nás (k transformaci mimoburzovního trhu na trh burzovní došlo 1. prosince 2008).

Co se týče historie, vznik RM-Systemu je úzce spojen s kupónovou privatizací, neboť RM-System se fakticky transformoval z registračních míst pro kupónové knížky používané v kupónové privatizaci. Obchodování na tomto trhu bylo zahájeno stejně jako na Burze cenných papírů Praha v roce 1993, a to 24. května. RM-System nebyl organizován na členském, ale na zákaznickém principu, tzn. že na RM-Systemu mohla obchodovat jakákoliv právnická nebo fyzická osoba, která byla registrovaná jako zákazník a zaplatila stanovené poplatky.⁴⁸

V současné době je RM-System, česká burza cenných papírů součástí Finanční skupiny Fio.

⁴⁸ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 95 – 96.

3 BANKY A BANKOVNÍ SYSTÉMY

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. Banka je institucí, která stojí mezi nabídkou peněžních úspor a poptávkou po nich, tzn. je prostředníkem v alokaci volných peněžních prostředků od přebytkových subjektů k deficitním.

Bankovníctví v dnešní podobě je spojeno s poměrně dlouhým vývojem. Za místo a dobu vzniku bankovníctví lze považovat Itálii a období renesance (přesněji 2. polovinu 13. století) a za nejstarší úvěrovou instituci, veřejně kontrolovanou, lze považovat banku Banca Monte dei Paschi di Siena⁴⁹. Počátek bankovníctví v Českých zemích je spjat s počátkem 19. století. Roku 1824 byla založena Česká spořitelna a o 23 let později začala na území Prahy působit pobočka rakouské National Bank.

Podstatnou změnou pro bankovní sektor na našem území bylo zřízení centrální banky. Ta pod názvem Národní banka Československá zahájila svou činnost 1. dubna 1926. Mezi její hlavní úkoly patřilo výhradní právo vydávat bankovky a udržovat směnný kurz k zahraničním měnám.

3.1 Klasifikace bankovních systémů

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.

Institucionální složka bankovního systému zahrnuje jednotlivé banky, členěné podle hlavních náplně činnosti do několika druhů. 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 zákony⁵⁰ a dalšími právními akty. K dalšímu rozvedení právního vymezení banky uveďme, že přidělení bankovní licence je vázáno celou řadou podmínek. Jde například o minimální výši kapitálu, odborné, bezpečnostní, morální a jiné předpoklady.

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, to znamená, že banka např. emituje bankovky a uskutečňuje kurzovou politiku země, současně ale také přijímá vklady od veřejnosti a poskytuje úvěry. Velmi často se v jednostupňovém bankovním systému nachází i další banky, které však mají velmi úzce vymezen sektor nebo rozsah prováděné bankovní činnosti.⁵¹ Prakticky jsou úplně závislé na rozhodnutích centrální banky a v zásadě tedy nejsou podnikatelskými subjekty.

⁴⁹ Založena městskými úřady roku 1472.

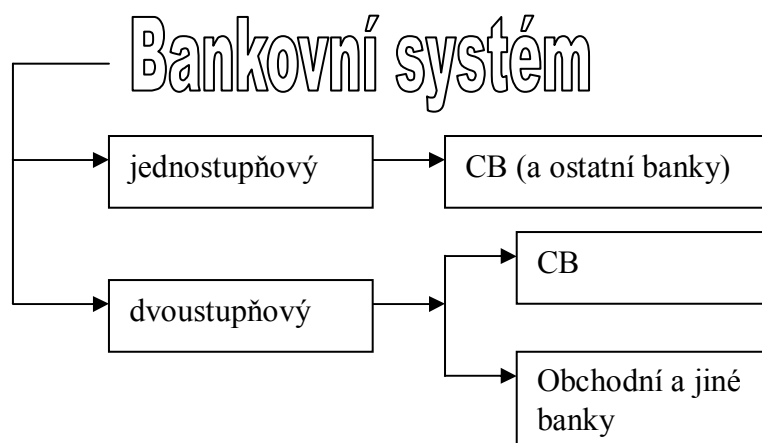
⁵⁰ Více viz podkapitola 3.2.

⁵¹ Jde například o zahraniční obchod, investiční výstavbu či zemědělství.

Jednostupňový bankovní systém byl příznačný pro většinu centrálně plánovaných ekonomik. V těchto ekonomikách docházelo ke vzniku jednostupňových systémů většinou po 2. světové válce, a to zestátněním, resp. centralizací dvoustupňových bankovních systémů. Někdy je jednostupňový bankovní systém označován jako systém „monobanky“, neboť centrální banky mají zcela výsadní postavení a prakticky řídí činnost ostatních bank. Tento bankovní systém fungoval od roku 1950 do roku 1989 také v československé ekonomice. Jednostupňové bankovní systémy nefungují příliš efektivně, a to především díky neexistenci podnikatelských aktivit ostatních bank.

Dvoustupňový bankovní systém je typický pro naprostou většinu tržních ekonomik. Centrální bankovníctví je v tomto systému funkčně odděleno od obchodního. Centrální banka ve většině případů neprovádí operace, které spadají do působnosti obchodních bank. Centrální banka přímo neřídí ostatní banky a ani „neúvěruje“ podnikatelský sektor. Obchodní a další banky podnikají za účelem zisku⁵², ale ve vymezeném rámci, který je determinován pravidly regulace a dohledu. Pro dvoustupňové bankovníctví je charakteristický velký počet obchodních a dalších bank. Někteří autoři dokonce považují např. Německo nebo Rakousko za ekonomiky s třístupňovým bankovníctvím⁵³.

Schéma 10: Jednostupňový a dvoustupňový bankovní systém



Pramen: 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. V univerzálních bankovních systémech mohou banky kromě klasických bankovních obchodů provádět tzv. „underwriting“ (emisní obchody ručitelského typu) a další operace s akciemi. Tento systém převládá v celé Evropě a je charakteristický pro země Evropské unie.

⁵² Případně za účelem maximalizace hodnoty svých akcií.

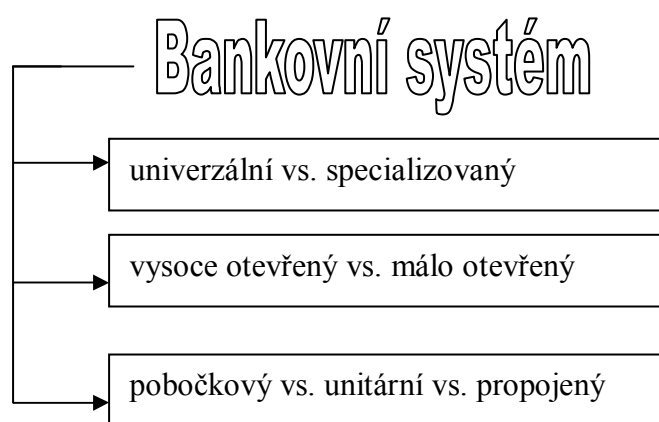
⁵³ V třístupňovém bankovníctví tvoří první stupeň opět centrální banka, ve třetím stupni jsou obchodní a ostatní banky a druhý stupeň vytváří jejich centrály.

Ve **specializovaném bankovním systému** je obchodní bankovníctví striktně odděleno od investičního. Obchodní banky nesmějí provádět emisní obchody ručitelského typu a další operace s akciemi. Investiční banky, které naopak nepřijímají vklady od veřejnosti, se soustředí pouze na operace s akciemi.

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. Naopak nízký podíl zahraničních bank na domácím bankovním trhu determinuje **málo otevřený** bankovní systém.

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.

Schéma 11: Další dělení bankovního systému



Pramen: 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;⁵⁴
- zákonem o ČNB č. 6/1993 Sb. ze dne 17. prosince 1992.⁵⁵

⁵⁴ Ve znění změn podle zákona č. 264/1992 Sb., zákona č. 292/1993 Sb., zákona č. 156/1994 Sb., zákona č. 83/1995 Sb., zákona č. 84/1995 Sb., zákona č. 61/1996 Sb., zákona č. 306/1997 Sb., zákona č. 16/1998 Sb., zákona č. 127/1998 Sb., zákona č. 165/1998 Sb., zákona č. 120/2001 Sb., zákona č. 239/2001 Sb., zákona č. 319/2001 Sb., zákona č. 126/2002 Sb., zákona č. 453/2003 Sb., zákona č. 257/2004 Sb., zákona č. 439/2004 Sb., zákona č. 377/2005 Sb., zákona č. 56/2006 Sb., zákona č. 57/2006 Sb., zákona č. 62/2006 Sb., zákona č. 70/2006 Sb., zákona č. 120/2007 Sb., zákona č. 296/2007 Sb., zákona č. 126/2008 Sb., zákona č. 216/2008 Sb., zákona č. 230/2008 Sb., zákona č. 254/2008 Sb., zákona č. 433/2008 Sb., zákona č. 215/2009 Sb.

Zákon stanoví mimo jiné působnost České národní banky jako orgánu dohledu nad bankami.

⁵⁵ Ve znění změn podle zákona č. 60/1993 Sb., zákona č. 15/1998 Sb., zákona č. 442/2000 Sb., nálezu Ústavního soudu vyhlášeným pod č. 278/2001 Sb., zákona č. 482/2001 Sb., zákona č. 127/2002 Sb., zákona č. 257/2004 Sb., zákona č. 377/2005 Sb., zákona č. 57/2006 Sb., zákona č. 62/2006 Sb., zákona č. 230/2006 Sb., zákona č. 160/2007 Sb., zákona č. 36/2008 Sb., zákona č. 124/2008 Sb. a zákona č. 254/2008 Sb.

Zákon obsahuje úpravu postavení, činností a organizační strukturu České národní banky.

Zákon o bankách

Zákon, tedy zákon o bankách, zapracovává příslušné předpisy evropských společenství a upravuje vztahy související se vznikem, podnikáním a zánikem bank se sídlem na území České republiky, včetně jejich působení mimo území České republiky, a dále některé vztahy související s působením zahraničních bank na území České republiky.

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 **vkładem** 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:

- investování do cenných papírů na vlastní účet,
- finanční pronájem (finanční leasing),
- platební styk a zúčtování,
- vydávání a správu platebních prostředků, například platebních karet a cestovních šeků,
- poskytování záruk,
- finanční makléřství,
- výkon funkce depozitáře,
- směnárenskou činnost atd.

Banka nesmí vykonávat jiné podnikatelské činnosti než ty, které má povoleny v licenci. Licence obsahuje jmenovité vymezení povolené činnosti a může obsahovat vymezení rozsahu povolené činnosti, nikoliv však ve smyslu omezení počtu jednotlivých obchodních případů. Dále může obsahovat stanovení podmínek, které musí banka nebo pobočka zahraniční banky splnit před zahájením kterékoliv povolené činnosti, popřípadě je dodržovat při výkonu kterékoliv povolené činnosti. Žádost o licenci se předkládá České národní bance. S žádostí o licenci se předkládá návrh stanov. Minimální výše základního kapitálu banky činí 500 000 000 Kč a minimálně v této výši musí být základní kapitál tvořen peněžními vklady. Náležitosti žádosti o licenci stanoví Česká národní banka vyhláškou. O udělení licence rozhoduje Česká národní banka.

Zahraníční banka, která hodlá zřídit pobočku na území České republiky, předkládá žádost o licenci České národní bance. Zahraníční banka předloží současně se žádostí o licenci vyjádření orgánu bankovního dohledu ze země sídla zahraniční banky k záměru založit pobočku v České republice a jeho prohlášení, že nad pobočkou bude vykonávat bankovní dohled.

Banky se sídlem v členských státech Evropské unie mohou vykonávat na území České republiky prostřednictvím svých poboček činnosti podle tohoto zákona bez licence, pokud oprávnění k jejich výkonu jim bylo uděleno v zemi jejich sídla a pokud zahraniční banka dodržela postup stanovený právem Evropských společenství.

Pokud jde o organizaci banky podle zmíněného zákona, tak banka musí mít statutární orgán a dozorčí radu. Statutární orgán musí být nejméně tříčlenný a musí být složen z vedoucích zaměstnanců banky. Banka a pobočka zahraniční banky, která nepožívá výhody jednotné licence podle práva Evropských společenství, musí mít řídicí a kontrolní systém, který zahrnuje předpoklady řádné správy a řízení banky.

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.⁵⁶

Česká národní banka je právnickou osobou, která má postavení veřejnoprávního subjektu se sídlem v Praze.

České národní bance jsou svěřeny kompetence správního úřadu v rozsahu stanoveném tímto zákonem a zvláštními právními předpisy.

Česká národní banka hospodaří samostatně s odbornou péčí s majetkem, který jí byl svěřen státem.

3.3 Centrální banka a její funkce

Vznik dvoustupňového bankovního systému je spojen se vznikem a rozvojem centrálního bankovníctví. Existence centrální banky nemusí znamenat vždy vznik dvoustupňového bankovníctví, jak jsme již uvedli. Důvody pro zakládání centrálních bank nebyly ekonomicky podložené, ovšem pozdější vývoj vedl k opodstatněnosti těchto bank i k nárůstu jejich významu. Dnešní centrální banky jsou významné především pro regulaci množství peněz v oběhu a pro regulaci bankovního systému. Pokud bychom vzali centrální banku v jednostupňovém bankovním systému, tak její funkce i role budou odlišné.

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.

Důvody vzniku centrálního bankovníctví

První centrální banky vznikly už v 17. století, ale naprostá většina centrálních bank až ve 20. století. Z toho je patrné, že centrální banky jsou oproti bankám obchodním poměrně mladé instituce. První centrální banka na území Československa vznikla roku 1926. Za důvody vzniku centrálních bank lze považovat:

- zájmy vlády soustředit všechny pohyby finančních prostředků, které se týkají státní pokladny do vlastní instituce;
- zájmy vlády mít vlastní banku, která případně doplní chybějící zdroje ve státní pokladně.

Zjednodušeně řečeno hlavními úkoly prvních centrálních bank bylo úvěrování státních institucí a vedení účtů pro vládu.⁵⁷

⁵⁶ Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, § 2.

⁵⁷ REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 2. rozš. vyd. Praha : Management Press, 2001, s. 33.

Původní důvody zakládání centrálních bank se postupně měnily a byly čím dál víc racionálnější. Hlavní důvod lze spatřovat v centralizaci emise peněz. Dalším důvodem vzniku je provádění měnové politiky za účelem stability měny. *Dále např. regulace druhého stupně bankovního systému za účelem jeho bezpečnosti.*

Základní zásady činnosti centrálních bank

Současná centrální banka, kdekoliv 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.

První možností je *přeměna některé z existujících soukromých bank v banku centrální*. Tento způsob vždy neprobíhal na bázi dobrovolnosti, ale je jednou z možností. Tímto způsobem vznikla například švédská centrální banka. Již při založení, tedy roku 1697, patřilo mezi hlavní úkoly této centrální banky úvěrovat státní pokladnu nebo regulovat množství emitovaných bankovek.

Druhou možností je *přidělení práva na emisi bankovek*. Jako příklad lze uvést Itálii, kde původně mohly emitovat bankovky nejen banky, ale i nebankovní instituce, resp. soukromé firmy. Roku 1874 bylo ponecháno toto výsadní postavení pouze šesti obchodním bankám. To vedlo překvapivě ke zhoršení situace, která vyvrcholila v roce 1893, kdy právo emise bylo omezeno na jedinou banku, a sice na banku Banca d'Italia⁵⁸.

Třetí možností je založení *centrální banky jako zcela nové instituce*. Tento způsob vzniku centrální banky byl poprvé uplatněn roku 1694 v Anglii. Výhodu vzniku centrální banky daným způsobem lze spatřovat v tom, že Anglické království získalo další prostředky, a to za minimálních nákladů na založení. Banka vedla od počátku účty království a poskytovala výhodné úvěry. Ovšem skutečnou centrální bankou se Bank of England stala až roku 1845, kdy bylo bance svěřeno výsadní právo emise bankovek na území tehdejší Anglie a Skotska.

Rozdíly mezi CB

Rozdíly mezi centrálními bankami lze spatřovat hned z několika úhlů pohledu. Jde především o stupeň samostatnosti v měnové politice, podíl na bankovním dohledu, hlavní cíle měnové politiky nebo formu vlastnictví centrální banky, jakožto i o ziskovost či o organizační strukturu. Hlavní rozdíly jsou zachyceny v následující tabulce.

⁵⁸ Do této banky byly sloučeny tři bankovní instituce.

Tabulka 3: Rozdíly mezi centrálními bankami

Stupeň samostatnosti v měnové politice	Vysoký – ECB ⁵⁹ , Švýcarsko, ČR Střední – USA, Velká Británie Nízký – Japonsko
Hlavní konečné cíle měnové politiky	Cenová stabilita – ECB, Švýcarsko, ČR Stabilita měny a měnového kurzu Stabilita měny, ekonomický růst a další
Podíl na bankovním dohledu	Dominantní – Itálie, Nizozemsko, ČR Střední – USA, Japonsko Nízký – ECB, Irsko
Forma vlastnictví centrální banky	Stát 100 % – Francie, Velká Británie, ČR a.s., stát 50 % a více a.s., stát pod 50 % – Švýcarsko, USA
Ziskovost centrální banky	Vysoká – USA Zanedbatelná, nehraje větší roli – většina zemí EU, ČR
Organizační struktura	Jediná CB a pobočky – většina zemí EU, ČR Více centrálních bank s pobočkami – USA

Pramen: upraveno podle REVENDA, Z. Centrální bankovníctví. 2. rozš. vyd. Praha : Management Press, 2001, s. 41

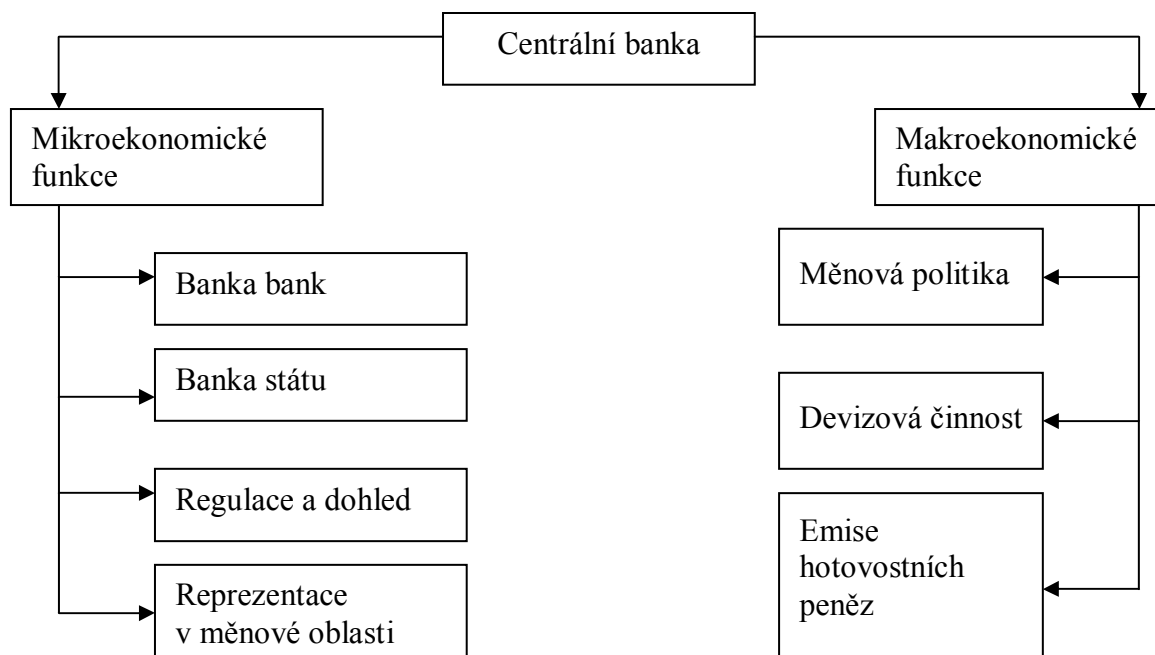
Funkce centrální banky

Z předcházející tabulky je vidět, jak se mohou centrální banky odlišovat, v zásadě ale plní podobné funkce. Jako většina autorů, i my budeme funkce centrálních bank členit na makroekonomické a mikroekonomické.

Pod **makroekonomickými funkcemi** si lze představit provádění měnové politiky, emisi hotovostních peněz a operace s devizovými prostředky. Za **mikroekonomické funkce** lze považovat platební styk, bankovní regulaci a dohled, postavení centrální banky v pozici banka bank nebo banka státu.

⁵⁹ Evropská centrální banka.

Schéma 12: Funkce centrální banky



Framen: upraveno podle REVENDA, Z. Centrální bankovníctví. 2. rozš. vyd. Praha : Management Press, 2001.

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. Dříve, kdy hlavní formou byly hotovostní peníze, zaměřovala se centrální banka na emisi hotovostních peněz. S rozvojem bezhotovostních peněz (peněz, jejichž emitentem není pouze centrální banka) získává měnová politika neustále na významu. Emise bezhotovostních peněz centrální bankou se tak stává součástí měnové politiky centrální banky.⁶⁰ Tato funkce je spojena s dalšími funkcemi jako např. s funkcí banka bank.⁶¹

Devizová činnost je prezentována shromažďováním devizových rezerv státu a právě operacemi s těmito devizovými rezervami, potažmo i devizovou regulací. Pokud jde o devizové operace centrální banky, tak v zásadě mohou mít tři příčiny:

- zabezpečení devizové likvidity;
- udržení hodnoty devizových rezerv;
- ovlivnění úrovně devizového kurzu domácí měny.

Emise hotovostních peněz je základním definičním znakem každé centrální banky. Tato funkce je zabezpečena emisním monopolem a v některých zemích se vztahuje i na mince. Pokud jde o množství hotovostních peněz v oběhu, tak ve vyspělých zemích je možné sledovat rostoucí trend. Pokud ovšem jde o podíl těchto peněz na celkovém peněžním obratu, tak ten se už několik desítek let snižuje ve prospěch bezhotovostních transakcí.

Banka bank: Tato funkce centrální banky byla částečně zmíněna v souvislosti s měnovou politikou. 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. Banky ukládají své prostředky na účet centrální banky v domácí měně, a to v podobě

⁶⁰ REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 2. rozš. vyd. Praha : Management Press, 2001, s. 42.

⁶¹ POLOUČEK, S. a kol. *Bankovníctví*. Praha : C.H. Beck, 2006, s. 77.

povinných a dobrovolných úložek. Povinné úložky jsou tzv. *povinné minimální rezervy*. Ty mají za úkol regulovat množství vkladů, se kterými mohou banky volně disponovat. Pokud jde o význam dobrovolných úložek, tak jde o to, že banky chtějí mít na účtech u centrální banky dostatečné prostředky na mezibankovní zúčtování. Dalším důvodem může být krátkodobé zhodnocení přebytečných prostředků bank.

Banka státu: Centrální banka provádí některé operace pro vládu nebo jiné centrální orgány a vede jim také účty. Pokud je v některých zemích centrální banka zcela samostatná, musíme do této funkce zahrnout i záměry vlády v měnové oblasti. Do této funkce lze přiřadit i správu státního dluhu nebo úvěrování státního rozpočtu, případně pokladní plnění státního rozpočtu.

Bankovní regulace a dohled: Pro dvoustupňový bankovní systém je charakteristické, že centrální banka (tedy první stupeň) reguluje druhý stupeň bankovníctví. Regulace tkví ve stanovení a hlídání dodržování pravidel bankovní činnosti. Za hlavní cíl regulace a dohledu je možno považovat zefektivnění bankovního systému, jakož i zajištění jeho bezpečnosti a spolehlivosti.⁶² *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. Centrální banka také reprezentuje stát na zasedáních MMF (Mezinárodního měnového fondu), Banky pro mezinárodní platby nebo skupiny Světové banky.

Měnová politika centrální banky

Mezi základní funkce centrální banky patří měnová politika. Aby CB mohla měnovou politiku provádět, musí k tomu mít určité nástroje. Jinými slovy k provádění měnové politiky slouží nástroje měnové politiky. Ty lze rozdělit na přímé a nepřímé:

Mezi *nepřímé nástroje* řadíme:

- operace na volném trhu,
- diskontní nástroje,
- kurzové intervence.

Do *přímých nástrojů* řadíme:

- pravidla likvidity,
- povinné vklady,
- limity úvěrů bank,
- limity úrokových sazeb.

Mezi přímé i nepřímé nástroje můžeme zařadit následující:

- povinné minimální rezervy,
- dohody, výzvy, doporučení.

Přímé nástroje omezují podnikatelskou samostatnost obchodních bank a svým způsobem jsou tržní ekonomice cizí. Nepřímé nástroje naopak plošně působí na celý bankovní systém.

Více o nástrojích měnové politiky najdete na stránkách ČNB.⁶³

⁶² REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 2. rozš. vyd. Praha : Management Press, 2001, s. 44.

⁶³ Více viz <<http://www.cnb.cz/>>.

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:⁶⁴

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

Na následujících řádcích si tyto typy bank představíme. Vynecháme pouze obchodní banky, resp. celé obchodní bankovníctví, protože tomu se budeme podrobněji věnovat v následující podkapitole.

Investiční banky

Investiční banky jsou dvojího typu. Buď mohou investovat do cenných papírů nebo mohou poskytovat dlouhodobé úvěry.⁶⁵ 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 rozdíly ve vymezení stírají.

Pro odlišení investičního bankovníctví od obchodního je možné použít následující definici. *Investičním bankovníctvím se obvykle rozumí souhrn činností a produktů bank na finančním trhu, včetně poskytování odpovídajících poradenských, administrativních, technických a jiných služeb.*⁶⁶ *Investicemi se v této souvislosti rozumí uložení zdrojů do banky a do cenných papírů na vlastní účet. Obchodním bankovníctvím potom obvykle rozumíme přijímání vkladů a poskytování úvěrů.*

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.⁶⁷

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

Stavebním spořením podle zákona⁶⁸ rozumíme *přijímání vkladů od účastníků stavebního spoření, dále poskytování úvěrů těmto účastníkům a poskytování státní podpory (příspěvků) účastníkům stavebního spoření.*

Stavební spořitelny přijímají účelové vklady a v návaznosti na tyto vklady, při splnění stanovených podmínek, poskytují úvěry ke stavebním účelům.

⁶⁴ 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.

⁶⁵ REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 2. rozš. vyd. Praha : Management Press, 2001, s. 19.

⁶⁶ POLOUČEK, S. a kol. *Bankovníctví*. Praha : C.H. Beck, 2006, s. 392.

⁶⁷ KALABIS, Z. *Bankovní služby v praxi*. Brno : Computer Press, 2005, s. 94.

⁶⁸ Zákon o stavebním spoření č. 96/1992 Sb.

Speciální banky

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

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

Hypoteční zástavní list je druh dluhopisu, jehož nominální hodnota včetně úroků je plně kryta pohledávkami z hypotečních úvěrů. Je vydáván právě hypotečními bankami, které tak získávají zpět půjčené prostředky.

Hypoteční úvěr je nemovitostní úvěr, který je zajištěn zástavním právem k financované nemovitosti.

Českomoravská záruční a rozvojová banka (ČMZRB) je banka, která poskytuje záruky a podporu malým a středním podnikům a to v souladu s cíli a se záměry vlády. Tato banka byla založena v roce 1992 a jejími akcionáři jsou jak ministerstva, tak některé obchodní banky. ČMZRB se snaží o maximální zapojení standardních bankovních úvěrů do financování projektů s důrazem na návratnost prostředků.⁶⁹

Česká exportní banka (ČEB) zahájila svoji činnost v roce 1995 a jak vyplývá z názvu, je zaměřena na podporu vývozu prostřednictvím státem zvýhodněného financování. Stát toto zvýhodnění poskytuje především prodlouženou dobou splácení a vyšší úrokových sazeb. ČEB musí respektovat mezinárodní závazky České republiky a principy Světové obchodní organizace.

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.⁷⁰

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:⁷¹

- 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.

⁶⁹ Více viz <<http://www.cmzrb.cz/>>.

⁷⁰ REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha : Management Press, 2005, s. 117.

⁷¹ REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha : Management Press, 2005, s. 119.

Na ziskovém principu banky umísťujú získaný kapitál tam, kde prináša najvyšší zhodnocení. Banky pri *finančnom zprostredkovaní* provádějí transformaci peněz z několika hledisek.

Banka tím, že vede účty velkému počtu klientů může provádět jejich vzájemné platby pouhým převodem, bez nutnosti mít hotovost. Pokud jde o zdravý vývoj ekonomiky, je bezpečný a rychlý *platební styk* jednou ze základních podmínek.

Jak již víme, jedinou institucí v České republice, která může *emitovat* hotovostní peníze, je centrální banka. *Bezhotovostní peníze*, tedy peníze jako zápis na bankovním účtu, může emitovat i banka obchodní.

Finanční investování, resp. jeho *zprostředkování* spočívá v tom, že banky na jedné straně mohou emitovat cenné papíry, na druhé straně mohou zprostředkovávat i jejich nákup, případně i jiné investiční obchody, obchody s finančními deriváty nebo úschovu a správu aktiv.⁷²

Základní „stavební“ kámen českého bankovníctví tvoří univerzální banky. Česká spořitelna, a.s., Československá obchodní banka, a.s., a Komerční banka, a.s., jsou tři dominantní banky bankovního systému České republiky.

Stále větší význam v českém bankovníctví mají i pobočky zahraničních bank, kterým díky vstupu ČR do EU stačí k podnikání na domácím bankovním trhu jednotná bankovní licence.

⁷² REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha : Management Press, 2005, s. 120.

4 OSTATNÍ FINANČNÍ ZPROSTŘEDKOVATELÉ A SUBJEKTY PŮSOBÍCÍ NA FINANČNÍM TRHU

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. V roli zprostředkovatele zde vystupují banky nebo subjekty kolektivního investování. Roli investiční služby zase vedle bank, a to zejména investičních bank, plní obchodníci s cennými papíry. V této kapitole se zaměříme na roli nebankovních institucí na finančním trhu.

4.1 Subjekty kolektivního investování

Významným subjektem na finančních trzích se v posledních letech stávají subjekty kolektivního investování. Prostřednictvím řady fondů je drobným investorům umožněno investovat do celého souboru finančních instrumentů, které by jinak byly zcela mimo jejich finanční možnosti. Tím, že prostřednictvím fondů kolektivního investování postihuje investor celé spektrum finančních instrumentů, je zajištěna dostatečná diverzifikace jeho investice. Tím fondy přinášejí řešení problémů spojených s narůstajícím rizikem, volatilitou a kolísavostí na finančních trzích.

Ačkoli počátky kolektivního investování lze hledat již v *polovině 19. století* v Belgii, ale také v dalších evropských zemích, např. ve Švýcarsku, Francii nebo Velké Británii, skutečný masivní rozvoj je spjat až se Spojenými státy americkými ve 20. letech 20. století. Tento rozvoj byl následně přerušen krachem na NYSE (New York Stock Exchange)⁷³ a hospodářskou krizí. V Evropě se zájem o kolektivní investování rozvíjí až po druhé světové válce, a to zejména ve Francii, kde jsou od 50. let 20. století zakládány tzv. SICAV (Société d'Investissement a Capital Variable), což jsou fondy s proměnlivým základním kapitálem, jejichž akcie byly namísto obchodování na burze vykupovány fondem.⁷⁴ Postupně se kolektivní investování rozmáhá i v dalších zemích, např. v Německu, Rakousku, a začíná aktuálně reagovat na tržní situaci. Mění se i oblasti, do kterých fondy převážně investují. Postupně dochází k odklonu od akciových instrumentů k dluhopisům a nemovitostem. Po ekonomické stagnaci v 70. letech dochází k postupnému zbrzdění rozvoje kolektivního investování. V USA vzniká nový segment na tomto trhu a to fondy peněžního trhu, jejichž obliba následně roste i v ostatních zemích.

Vlivem odlišného ekonomického a politického vývoje v zemích střední a východní Evropy se zde začíná kolektivní investování rozvíjet teprve v 90. letech. První institucí kolektivního investování v ČR byla investiční společnost PIAS – První investiční, která byla založena v roce 1990 Investiční bankou. V dalších letech pak následovaly další velké banky, které začaly zakládat investiční společnosti jako své dceřiné společnosti, a každá z těchto společností pak založila několik fondů pro investorskou veřejnost. V České republice je kolektivní investování jednoznačně *produktem kupónové privatizace*. Neexistence legislativy a celkově nízká regulace kolektivního investování ze strany regulátora finančního trhu způsobila, že počátek 90. let vzniklo několik stovek subjektů kolektivního investování. Nejčastěji v podobě investičních privatizačních fondů, ve kterých byly koncentrovány investiční kupóny drobných investorů. Tato nestandardní forma vzniku a rozvoje kolektivního

⁷³ Americká burza se sídlem v New Yorku.

⁷⁴ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 633.

investování v ČR měla za následek určitou deformovanou podobu kolektivního investování v České republice. Z důvodu nedostatečné regulace a kontroly došlo ke vzniku celé řady nestandardních situací, což se v konečném důsledku projevilo ve výrazné ztrátě důvěry ze strany investiční veřejnosti a následně ve výrazném poklesu cen akcií a podílových listů. Během 90. let došlo k několika významným legislativním úpravám v oblasti kolektivního investování. V roce 1998 byly povinně přeměněny stávající investiční fondy a uzavřené fondy na fondy otevřené (nejpozději do roku 2002). Dále došlo ke zpřísnění pravidel pro zakládání fondů a pro omezení a rozložení rizika. V roce 2004 v souvislosti se vstupem ČR do Evropské unie vstoupil v platnost očekávaný zákon o kolektivním investování (zákon č. 189/2004 Sb.), který přinesl harmonizaci českého práva s legislativou EU v oblasti kolektivního investování. Vedle standardních podílových fondů otevřeného typu tento zákon dovolil vznik speciálních fondů, jako jsou např. speciální fond nemovitostí, derivátů, joint venture⁷⁵, zvláštního majetku a fondů smíšených. Některé požadavky na investice do těchto speciálních fondů však byly mimo možnosti investorů. Např. minimální výše investice do fondu nemovitostí byla 2 000 000 Kč. Toto nařízení bylo, z důvodu nezájmu o investice do těchto fondů, zrušeno novelou zákona č. 224 z roku 2006.

Novelizace zákona z roku 2006 se týkala hlavně přesnějšiho vymezení druhů speciálních fondů kolektivního investování a předmětu jejich investování. Novela snížila počet speciálních fondů z původních sedmi na tři – speciální fond cenných papírů, speciální fond nemovitostí a speciální fond fondů. Daná novela dále vymezila přesněji informační povinnost fondu kolektivního investování, činnost depozitáře nebo požadavky na udělení povolení k činnosti investičního fondu.

Kolektivní investování

Kolektivním investováním se rozumí podnikání, jehož předmětem je shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti upisováním akcií investičního fondu nebo podílových listů podílového fondu.⁷⁶ Jedná se o investiční činnost, od které investor očekává adekvátní zhodnocení svých prostředků při dodržování jisté úrovně diverzifikace rizika a která mu navíc umožní přístup na trhy, které by mu jako individuálnímu investorovi nebyly přístupné nebo byly přístupné pouze obtížně a s vysokými náklady.

Za základní **přednosti** kolektivního investování je možno považovat:

- **Diverzifikaci rizika** – které lze dosáhnout profesionální správou portfolia fondu, které je složeno z velkého počtu na sobě nezávislých investičních titulů. Fondy navíc mají stanoveny limity pro maximální výši investice do daného instrumentu.
- **Snížení transakčních nákladů** – obchodováním instrumentů ve velkých objemech je možno dosáhnout úspor z rozsahu.
- **Profesionální správa svěřeného majetku** – předpokladem je, že fond spravují profesionální odborníci, kteří sledují dění na kapitálových trzích a přizpůsobují spravované portfolio aktuální tržní situaci.
- **Jednodušší investování** – investor poskytne své volné peněžní prostředky bez jakýchkoli dalších činností souvisejících s přeskupováním nebo tvorbou investičního portfolia.

⁷⁵ Joint venture funguje tak, že většinou domácí podnik spolu s další zahraniční firmou či organizací vytvoří novou společnost, s cílem spojit například prověřenou značku se znalostí místního trhu.

⁷⁶ Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, § 2, odst. 1.

Positiva je nutné doplnit rovněž základním přehledem **negativ**:

- **Konflikt zájmu mezi investory a správci portfolia** – kdy správce i podílník mohou sledovat odlišné zájmy ať už v oblasti rizika nebo výnosnosti. Jelikož podílník nemůže zasahovat do řízení fondu, mohou být jeho zájmy poškozeny.
- **Výše poplatků** – investor platí roční poplatky za správu volných prostředků, které se pohybují ve výši 0,5 – 2 %⁷⁷ z výše spravovaných aktiv. Dále se také platí za nákup nebo prodej podílových listů nebo akcií. Je zde účtován také vstupní poplatek. Výše poplatku by vždy měla být posuzována k výši výnosu fondu a s ohledem na poplatky ostatních fondů.
- **Podprůměrná výkonnost fondu** – výnosnost fondu by měla být porovnávaná s určitým měřítkem neboli benchmarkem. Tuto funkci obvykle plní tržní index. Nižší výnosnost fondu oproti benchmarku představuje pro investora nenaplnění jeho očekávání ohledně výnosu fondu.
- **Omezení investiční volnosti** – investor nemůže rozhodovat o nákupu konkrétního titulu, který chce mít zařazen do portfolia. Volbou typu fondu volí pouze investiční oblast, do které fond investuje – např. akcie, dluhopisy, komodity nebo určité odvětví.

Z užšího hlediska existují v ČR tři subjekty kolektivního investování, jedná se o investiční společnost, investiční fond a podílový fond.

Investiční společnost

Jedná se o právnickou osobu, jejímž předmětem podnikání je kolektivní investování.⁷⁸ Pro výkon své činnosti musí investiční společnost získat povolení regulátora pro oblast kapitálového trhu. V České republice tuto funkci plní Česká národní banka. Vlastní kapitál společnosti musí, v době žádosti o povolení vykonávat činnost jako investiční společnost, činit v korunách alespoň částku odpovídající 125 000 EUR.⁷⁹

Investiční společnost zakládá podílové fondy a obhospodařuje majetek do těchto fondů svěřený. Investiční společnost nesmí vydávat dluhopisy, ale může spravovat majetek investičních fondů nebo podílových fondů jiné společnosti. Investiční společnost může také poskytovat další služby související s kolektivním investováním jinému investičnímu fondu nebo jiné investiční společnosti. Jedná se např. o vedení účetnictví, právní služby, propagaci atd. Investiční společnost může kromě kolektivního investování vykonávat také jiné činnosti, jako je například poradenská činnost, úschova a správa cenných papírů a podobně. K takovéto činnosti ovšem potřebuje povolení od regulátora trhu.

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. Povolení k činnosti uděluje regulační orgán pro oblast kapitálového trhu. Vlastní kapitál fondu musí v době povolení k jeho činnosti činit v korunách hodnotu, která odpovídá 300 000 EUR. Základní kapitál fondu musí činit alespoň 50 000 Kč.⁸⁰

⁷⁷ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 639.

⁷⁸ Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, § 14, odst. 1.

⁷⁹ Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, § 69, odst. 1.

⁸⁰ Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, § 70, odst. 1 a 2.

Předmětem podnikání investičního fondu je kolektivní investování. Investoři, kteří investují do investičního fondu, se stávají akcionáři a přísluší jim veškerá akcionářská práva a povinnosti. Svůj majetek může investiční fond svěřit do správy investiční společnosti, ale pouze má-li s touto společností uzavřenou obhospodařovatelskou smlouvu. Investiční fond nesmí emitovat dluhopisy ani zatímní listy nebo prioritní či zaměstnanecké akcie.

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.

Otevřený fond nemá omezen počet podílových listů, které může emitovat, to znamená, že nemá omezen počet podílníků. Fondy emitují své instrumenty s ohledem na poptávku a s ohledem na svou investiční strategii. Otevřený fond má také povinnost zpětného odkupu podílového listu do stanoveného termínu, což činí v ČR 15 pracovních dní od požádání podílníka. Cena, za kterou je podílový list odkoupen, je zpravidla určena podílem aktuální hodnoty majetku fondu připadajícím na jeden podílový list.

Uzavřený fond má při svém vzniku přesně definovaný počet podílových listů, které může emitovat. Fond tedy emituje omezený počet podílových listů a počet investorů je tedy již od počátku omezen. Podílové listy jsou vydávány za částku, která se rovná aktuální hodnotě fondu k rozhodnému dni. Případně je tato částka zvýšena o přírůžku, která ovšem musí být uvedena ve statutu fondu. Uzavřený podílový fond je vždy založen na dobu určitou a po této době vstupuje do likvidace nebo se přemění na otevřený fond.

V případě uzavřeného fondu nemají investoři právo žádat fond o zpětný odkup. Likvidita podílových listů je zajištěna jejich obchodováním na sekundárním trhu.

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.

Standardní fond je fondem kolektivního investování, který splňuje požadavky práva ES (Evropského společenství). Nesmí být například přeměněn na speciální fond a může mít pouze formu otevřeného podílového fondu. Předmětem jeho podnikatelské činnosti je shromažďování prostředků od veřejnosti. Tyto prostředky jsou dále investovány tak, aby byly respektovány zásady pro rozložení rizika. Standardní fond může investovat pouze do přesně vymezených cenných papírů, nástrojů peněžního trhu, cenných papírů vydaných standardním fondem, cenných papírů vydaných speciálním fondem nebo drahých kovů a certifikátů, které drahé kovy zastupují.⁸¹

Speciální fond je fondem kolektivního investování, který nesplňuje požadavky práva ES. Speciální fond může vznikat jako investiční fond, otevřený podílový fond nebo uzavřený podílový fond. Speciální fond shromažďuje prostředky od veřejnosti nebo od kvalifikovaných investorů. Fondy, které shromažďují prostředky od veřejnosti, vznikají jako:

⁸¹ Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, § 26, odst. 1.

1. *Speciální fond cenných papírů*, který má přesně definovanou oblast finančních instrumentů, do kterých může investovat. Jedná se např. o investiční cenné papíry, nástroje peněžního trhu, státní dluhopisy, bankovní dluhopisy atd. Zákon stanovuje maximální podíl instrumentu vydaného jedním emitentem, který může fond držet a také maximální podíl daných instrumentů na majetku fondu.
2. *Speciální fond nemovitostí*, který investuje převážně do nemovitostí a do nemovitostních společností. Pro zajištění likvidity však tento fond investuje také do různých forem vkladů, cenných papírů vydaných standardním fondem nebo otevřeným speciálním fondem, nebo do státních pokladničních poukázek, poukázek ČNB atd. Hodnota investic do doplňkového likvidního majetku (různé druhy vkladů) se musí pohybovat v rozmezí minimálně 20 % a maximálně 49 % hodnoty majetku fondu.
3. *Speciální fond fondů*, jenž je fondem, který svůj majetek investuje do cenných papírů vydaných jiným, přesně vymezeným fondem kolektivního investování.

Speciální fond kvalifikovaných investorů může mít nejvýše 100 akcionářů nebo podílníků, není-li regulatorním orgánem (ČNB) povolena výjimka. Minimální vstupní investice je stanovena na 1 000 000 Kč. Ve statutu fondu je vymezen okruh investorů, pro které je fond určen, druhy majetku, do kterého může investovat, limity pro rozložení rizika.

Každý fond kolektivního investování musí mít svého **depozitáře**, jehož úkolem je např. evidovat majetek fondu, kontrolovat nakládání fondu se svým majetkem, zda je toto nakládání v souladu se statutem fondu a zákonem. Depozitářem může být banka, která má povolení pro výkon funkce depozitáře. Toto povolení vydává ČNB. Mezi hlavní funkce depozitáře můžeme zařadit:

- zajištění úschovy majetku fondu, pokud to jeho povaha vyžaduje;
- evidenci pohybu veškerých peněžních prostředků fondu;
- kontrolu, zda akcie a podílové listy fondu jsou vydávány v souladu se statutem případně zákonem, atd.

Pokud depozitář zjistí skutečnost, která ukazuje, že investiční fond nebo společnost porušily zákon nebo statut, případně jiné pochybení, oznámí toto pravděpodobné porušení investiční společnosti nebo fondu. Pokud se pochybení ukáže jako skutečné, pak ho ohlásí přímo ČNB.

Existuje celá řada 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:⁸²

- **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.

⁸² 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 %).

Podle geografické příslušnosti lze fondy rozčlenit podle regionů na:⁸³

- Českou republiku,
- Země Eurozóny,
- Evropu (mimo země Eurozóny),
- Severní Ameriku,
- Asie a Pacifik,
- ostatní.

Pro tyto fondy platí, že regionální příslušnost je dána sídlem emitenta akcií. Investice do akcií mimo tuto oblast nesmí překročit hodnotu 10 % z majetku fondu. V případě dluhopisových fondů je geografická příslušnost dána měnou aktiv a opět nesmí investice mimo danou geografickou oblast překročit 10 % z hodnoty fondu. Další členění je možné podle míry zajištění budoucího výnosu na:

- zajištěné fondy,
- nezajištěné fondy.

4.2 Obchodníci s cennými papíry

V České republice jsou investiční služby drobným klientům nabízeny dvěma druhy obchodníků s cennými papíry. Z právního hlediska se jedná o *právnícké osoby, které musí získat povolení pro tuto činnost od regulatorního orgánu* (České národní banky). Obchodníci s cennými papíry mohou vznikat pouze v podobě akciové společnosti a mohou vydávat pouze akcie na jméno. Na obchodníky s cennými papíry jsou kladeny určité požadavky, které musí dodržovat. Jedná se například o dodržování kapitálové přiměřenosti na individuálním základě. Výše minimálního vlastního kapitálu není pro všechny obchodníky shodná, ale odvozuje se od rozsahu investičních služeb, které poskytují. Vlastní kapitál obchodníka s cennými papíry, který není bankou a nemá omezené poskytování hlavních investičních služeb, musí činit částku, která je ekvivalentem 730 000 EUR.⁸⁴

Obchodník s cennými papíry není bankou a má omezené poskytování hlavních služeb, vlastní kapitál musí činit částku, která vyjádřená v Kč odpovídá 125 000 EUR.

Od obchodníka s cennými papíry je třeba podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu⁸⁵ 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.

Odbornou činnost, na kterou má povolení, vykonává obchodník s cennými papíry prostřednictvím svého makléře. **Makléř** je zaměstnancem obchodníka s cennými papíry a má k činnosti makléřské povolení, ve kterém má specifikované povolené činnosti. Toto povolení získá makléř na základě složení makléřské zkoušky. Aby nedocházelo ke konfliktu zájmu, může být makléř zaměstnán pouze u jednoho obchodníka s cennými papíry.

⁸³ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 651.

⁸⁴ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 670.

⁸⁵ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

Obchodníci s cennými papíry mohou při poskytování svých služeb vystupovat jako broker nebo jako dealer, případně mohou vystupovat v obou rolích.

Dealer obchoduje svým jménem na vlastní účet a riziko. Dealer musí vlastnit portfolio investičních instrumentů, do kterého a ze kterého instrumenty nakupuje a prodává. Dealer kótuje nákupní a prodejní kurzy, za které je ochoten nakupovat a prodávat. Zdrojem jeho zisku je spread, tj. rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou. Dealer je v důsledku toho, že obchoduje na svůj účet vystaven značnému kurzovému riziku, na druhou stranu realizuje zisky z instrumentů, které drží ve svém portfoliu.

Broker může jednat vlastním jménem, ale vždy jedná na cizí účet a tedy i na cizí riziko. Jedná jako agent svých klientů, jejichž příkazy k nákupu nebo prodeji realizuje. Za svou činnost získává broker odměnu v podobě provize. Broker pro svou činnost nepotřebuje portfolio investičních instrumentů a ani nekótuje nákupní ani prodejní ceny, za které je ochoten nakupovat. Tím pádem broker nepodstupuje žádné kurzové riziko. Jeho cílem je realizovat co nejvíce obchodů pro své klienty, jelikož tak maximalizuje provizi. Brokeři nabízejí širokou škálu služeb, až po kompletní servis. Někteří se soustředí pouze na zprostředkování nákupu nebo prodeje investičních instrumentů, bez jakýchkoliv dalších služeb, jako jsou například poradenství, analýzy, správa majetku a podobně.

V České republice nabízejí investiční služby vedle licencovaných nebankovních obchodníků rovněž bankovní subjekty. Banky ovšem musí mít speciální povolení pro výkon investičních činností od ČNB. V univerzálním bankovním systému, který v ČR funguje, je běžné, že banka provádí komerční bankovníctví, tj. přijímá vklady a poskytuje úvěry, provádí platební styk atd., a zároveň vykonává investiční činnosti, jejichž stupeň a rozsah se liší v závislosti na získané licenci.

V ČR jsou investiční činnosti vymezené zákonem o podnikání na kapitálovém trhu. Základní rozdělení investičních činností je na hlavní a na doplňkové.

Mezi **hlavní investiční služby** můžeme zařadit:

- přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů,
- provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet jiné osoby,
- obchodování s investičními nástroji na účet jiné osoby nebo na vlastní účet,
- upisování nebo umístování emisí investičních nástrojů.

Mezi **doplňkové investiční služby** můžeme zařadit:

- správu investičních nástrojů,
- úschovu investičních nástrojů,
- poskytování půjček nebo úvěrů klientovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem, na kterém se poskytovatel úvěru nebo půjčky podílí,
- poradenskou činnost týkající se investování do investičních nástrojů,
- služby související s upisováním emisí investičních nástrojů.

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 čerpá z úvěru, který mu poskytuje obchodník s cennými papíry. Pro klienta je vždy stanovena počáteční a udržovací marže. Počáteční marže je hodnota, kterou musí za nákup investičních instrumentů klient vždy zaplatit ze svých vlastních prostředků, udržovací marže je pak minimální výše vlastního majetku, který v různé podobě musí mít stále investor na svém účtu.

Obchodník s cennými papíry má zástavní právo k nakoupeným investičním instrumentům, které představují záruku za poskytnutí úvěru.

Pokud se investor rozhodne využít služeb obchodníka s cennými papíry, musí uzavřít s obchodníkem tzv. **obstaravatelskou smlouvu**. Jedná se o tři základní druhy smluv:

Komisionářská smlouva o obstarání koupě nebo prodeje cenného papíru je smlouva, ve které se komisionář zavazuje, že zařídí vlastním jménem pro komitenta na jeho účet nákup nebo prodej cenného papíru. Komitent se za to zavazuje zaplatit úplatu.

Mandátní smlouva o obstarání koupě nebo prodeje cenného papíru je smlouva, v níž se mandatář zavazuje, že jménem mandanta na jeho účet koupí nebo prodá cenný papír podle pokynů mandanta, který se zavazuje zaplatit zálohu.

Smlouva o zprostředkování koupě nebo prodeje cenných papírů je smlouvou, ve které se zprostředkovatel zavazuje, že bude vyvíjet činnost směřující k tomu, aby zájemce měl příležitost prodat nebo koupit cenný papír. Zájemce za to platí dohodnutou úplatu.

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. Aby tyto dočasně volné finanční prostředky zhodnotily, pojišťovny poptávají různé, spíše však méně rizikové instrumenty.

Význam pojišťoven, stejně jako penzijních fondů především v České republice za poslední desetiletí významně vzrostl. Tato růstová tendence stále pokračuje, a to zejména díky pokračující globalizaci, internacionalizaci a institucionalizaci. Významným důvodem jsou také změny v důchodových systémech jednotlivých zemí.⁸⁶

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.*⁸⁷ Vznik, fungování a případně další aspekty jsou zakotveny v platné legislativě, v zákoně č. 363/1999 Sb., o pojišťovnictví. Stejně jako banky, tak i pojišťovny musejí ke své činnosti získat povolení od ČNB. Složení základního kapitálu, ve výši 60 až 200 miliónů Kč, je závislé na pojišťovnou provozovaném odvětví.

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.

⁸⁶ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 666.

⁸⁷ Tyto činnosti vychází z platné legislativy, která je uvedena na závěr této podkapitoly.

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 pojiistně technické rezervy. Tyto rezervy slouží ke krytí budoucích závazků z daného pojištění. Například pojiistně technické rezervy ze životního pojištění mají dlouhodobý charakter, proto jsou velmi vhodné k investování na kapitálovém trhu. Na druhou stranu pojiistně technické rezervy neživotního pojištění mají krátkodobý charakter, a proto je na ně kladen požadavek zajištění likvidity. Tyto rezervy slouží pojišťovnám ke krytí škod na majetku a zdraví, vzniklých nahodilou událostí a k investování na kapitálových trzích jsou nevhodné. Pojišťovny při investování pojiistně technických rezerv proto musí brát ohled na zásady bezpečnosti, likvidity, výnosnosti a diverzifikace.

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.⁸⁸

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.

Pojištění představuje v tržní ekonomice peněžní vztahy, podle kterých se rozdělují pojiistné rezervy, a to pojišťovacím způsobem rozdělování.

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

Princip solidárnosti znamená, že pojištníci přispívají pojistným⁸⁹ do pojistných rezerv. Pojištníci zároveň respektují to, že výplata pojistného plnění bude poskytnuta pouze tomu, komu se stane pojistná událost.

Princip podmíněné návratnosti znamená, že pojistná náhrada (pojiistné 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.

⁸⁸ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 668.

⁸⁹ Pojiistné je cena za pojistnou ochranu. Pojištník 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. Pojišťovny své pojistné produkty propagují a vyvíjejí marketingovou činnost. Komerční pojišťovny své pojistné produkty nabízejí prostřednictvím obchodní služby a dalších distribučních kanálů. Pojišťovny spravují své pojistné smlouvy a vykonávají servis pro své klienty.⁹⁰

Pojišťovnictví

Pojišťovnictví je nevýrobní odvětví tržní ekonomiky, které se zabývá pojišťovací, zajišťovací činnostmi 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. Dále musí mít pojišťovna výběr možností umístění části svých pojistných rezerv na finančním trhu.

Nezastupitelnou roli v poskytování pojištění sehraávají **pojišťovací zprostředkovatelé**.⁹¹ 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 je cena za pojistnou ochranu či pojištění, které je stanoveno na dohodnuté pojistné období. Jde o významný ukazatel každé komerční pojišťovny za příslušné období. Dle jeho výše se pojišťovny seřazují na pojistném trhu.⁹² Předepsané pojistné za rok

⁹⁰ Správa pojištění je soubor pracovních postupů směřujících k udržení a aktualizaci stavu pojistných smluv.

⁹¹ Zprostředkovatelskou činnost v pojišťovnictví chápeme jako odbornou činnost směřující k uzavírání pojistných, případně zajišťovacích smluv a další činnosti s tím související.

⁹² ČEJKOVÁ, V.; NEČAS, S. *Pojistný trh*. Brno : Masarykova univerzita, 2005, s. 22.

2008 činilo v ČR 136 574 348 000 Kč. To znamená, že oproti roku 2007 došlo k nárůstu předepsaného pojistného o téměř 5 % procent.⁹³

Pojistné plnění představuje především peněžní plnění komerční pojišťovny po vzniku pojistné události, blíže definované v pojistné smlouvě.

Škodovost je ukazatel vyjadřující poměr mezi výší poskytnutých pojistných plnění a výší předepsaného pojistného.

Pojištěnost je ukazatel rozvoje pojistného trhu. Vyjadřuje poměr předepsaného pojistného k hrubému domácímu produktu v běžných cenách.

Koncentrace pojistného trhu představuje podíl největších komerčních pojišťoven na předepsaném pojistném. Většinou se bere v potaz 5 nebo 10 pojišťoven.

Tabulka 4: Koncentrace pojistného trhu v ČR za rok 2008

Pojišťovna	Podíl na předepsaném pojistném (v %)
Česká pojišťovna, a.s.	29,6
Kooperativa, pojišťovna, a.s.	22,5
Allianz pojišťovna, a.s.	7,2
ČSOB pojišťovna, a.s.	6,9
Generali pojišťovna, a.s.	6,3
Koncentrace 5 největších pojišťoven	72,5
ING životní pojišťovna N. V.	5,8
Pojišťovna České spořitelny, a.s.	4,9
Česká podnikatelská pojišťovna, a.s.	4,0
UNIQA pojišťovna, a.s.	3,2
AMCICO AIG LIFE, a.s.	1,6
Koncentrace 10 největších pojišťoven	92,0

Pramen: upraveno podle <<http://www.cap.cz/>>

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.

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

⁹³ Data ze stránek České asociace pojišťoven www.cap.cz. Hodnoty mohou být částečně nepřesné, protože ČAP nezahrnuje do svých statistik všechny pojišťovny. Má v nich ale zahrnuty pojišťovny s více než 99% podílem na trhu.

- 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.

Státní průběžný systém důchodového zabezpečení (pay as you go) byl zaveden v Německu⁹⁴ už v 80. letech 19. století. Systém zabezpečuje penzi všem, kteří pracovali. Ve 40. letech 20. století byl tento systém rozšířen⁹⁵ a každému byla zaručena minimální penze.

U průběžného systému se peníze získané od pracujících používají k výplatě penzí.⁹⁶ Systém spoléhá na mezigenerační solidaritu, kde prakticky pracující generace vydělává na penzisty. Na politicích ovšem záleží to, jak stanovit rozsah daného průběžného systému, tzn. jaké příjmy produktivní generace budou tvořit základ pro odvody a v jaké výši mají být tyto odvody. Obrovskou výhodou průběžného systému je, že se v něm neakumulují nadbytečná aktiva, v tomto případě peníze, tzn. že tato aktiva nelze vyvádět.

Za určitý nedostatek systému je nutné považovat, že zastoupení produktivní generace vůči penzistům se neustále mění. Nelze tedy zajistit nikdy rovnováhu mezi příjmy a výdaji. Pokud bude zastoupení pracujících klesat, bude nutné příjmy do systému zvýšit nebo naopak výdaje snížit.

Už po 2. světové válce vznikl k tomuto průběžnému důchodovému systému, jako doplněk, soukromý fondový systém penzí. Tomuto systému se budeme věnovat na následujících řádcích.

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*. Penzijní připojištění lze také chápat jako jakousi nadstavbu nad systém důchodového zabezpečení.

Od penzijního připojištění se očekává, že vedle základního důchodového zabezpečení bude naplňovat funkci dodatečného příjmu v penzijním věku. Účastník systému penzijního připojištění si do penzijního fondu ukládá část svého příjmu během období, kdy je ekonomicky aktivní. Penzijní fondy vložené prostředky, příspěvky, zhodnocují investováním na finančních trzích. Zhodnocené naspořené prostředky slouží, resp. budou sloužit účastníkům penzijního připojištění v důchodovém věku.

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.⁹⁷ Odlišnou činností od penzijního připojištění mohou fondy vykonávat pouze tehdy, pokud bezprostředně souvisí s penzijním připojištěním. Obhospodařování svého majetku může fond svěřit třetí osobě.

⁹⁴ Tento systém zavedl Otto von Bismarck.

⁹⁵ Autorem tohoto systému byl britský ekonom baron Beveridge.

⁹⁶ JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. Praha : Grada, 2009, s. 474.

⁹⁷ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 659.

Penzijní fond je právnickou osobou, která musí být v České republice založena jako akciová společnost. Tato akciová společnost může vydávat pouze akcie stejné jmenovité hodnoty, a to na jméno. Penzijní fond nesmí vydávat ani prioritní akcie, ani akcie, které jsou zvýhodněné pro zaměstnance. Ke vzniku penzijního fondu je zapotřebí povolení ČNB. Součástí povolení musí být schválený statut a penzijní plán. Základní kapitál penzijního fondu musí být minimálně 50 000 000 Kč. Dohled jak nad činností penzijních fondů, tak nad jejich depozitáři vykonává ČNB. Státní dozor nad poskytováním státního příspěvku vykonává Ministerstvo financí ČR.

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 ovlivnění trhu práce,
- potenciálním nákladu zastoupení.

Kromě České republiky se nezávislé penzijní fondy nacházejí skoro v celé Jižní Americe.⁹⁸ Častěji se ve světě vyskytují penzijní fondy v podobě zaměstnaneckých penzijních fondů. Tyto fondy zakládají společnosti nebo sdružení, které svým zaměstnancům do nich společně přispívají.⁹⁹ Další možností jsou státní penzijní fondy. Ty zakládá stát buď pro všechny nebo pro vymezený okruh zaměstnanců, kterým ovšem taky společně přispívá.

První penzijní fondy na území České republiky začaly vznikat v roce 1994. Penzijní fondy od svého vzniku až do současnosti prošly přes fázi vzniku až k fázi koncentrace. Ze 46 původních dnes funguje na českém trhu 10 penzijních fondů.¹⁰⁰

- AEGON Penzijní fond, a.s.,
- Allianz penzijní fond, a.s.,
- AXA penzijní fond, a.s.,
- ČSOB PF Progres, a. s.,
- ČSOB PF Stabilita, a. s.,
- Generali penzijní fond a.s.,
- ING Penzijní fond, a.s.,
- PF České pojišťovny, a.s.,
- PF České spořitelny, a.s.,
- PF Komerční banky, a.s.

⁹⁸ Chile, Argentina, Peru atd.

⁹⁹ USA, Velká Británie, Švýcarsko atd.

¹⁰⁰ Asociace penzijních fondů ČR. Dostupné na: <<http://www.apfcr.cz/cz/index.php?page=seznam.php>>.

Tendence objemu *spravovaného majetku* jsou výrazně rostoucí, stejně tak jako tendence vývoje počtu účastníků. V současné době¹⁰¹ přesahuje počet účastníků penzijního připojištění více než 4 milióny osob, přesněji 4 405 020 osob. To znamená, že do systému dobrovolného penzijního připojištění přispívá více než 60 % práceschopné populace.¹⁰²

Stejně jako *počet účastníků*, tak i majetek penzijních fondů se několikanásobně zvýšil. Ke konci roku 2008 vykazovaly penzijní fondy aktiva ve výši 191 722 milionů Kč. To je čtyřikrát více než v roce 2000.¹⁰³

Penzijní připojištění, jak jsme již výše uvedli, je nepovinné. Je založeno na dobrovolné účasti občana ČR, kterému je alespoň 18 let. Ovšem účastníkem penzijního připojištění v ČR může být za jistých okolností i občan jiného členského státu EU.

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,¹⁰⁴
- 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).

Každý penzijní fond musí mít svůj **statut a penzijní plán**, který, stejně jako jeho změny, schvalují regulační orgány. Statut musí obsahovat informace o činnosti, charakteru a cílech jeho investiční politiky. Penzijní plán definuje:

- druhy vyplácených dávek a podmínky potřebné k jejich získání,
- způsob výpočtu dávek,
- výše příspěvků,
- důvody vypovězení smlouvy,
- způsoby rozdělování výnosů apod.

V zásadě rozlišujeme tři druhy penzijních plánů.¹⁰⁵ Jde o penzijní plán s definovaným příspěvkem, penzijní plán s definovanou dávkou a hybridní penzijní plán.

Penzijní plán s definovaným příspěvkem je založen na pravidelném spoření účastníků penzijního připojištění v předem definovaných částkách.

Penzijní plán s definovanou dávkou je zase plánem, kde je účastníkům penzijního připojištění zaručena určitá výše dávek.

Hybridní penzijní plán je kombinací obou výše zmíněných.

¹⁰¹ Tj. za druhé čtvrtletí roku 2009.

¹⁰² Průměrná výše příspěvku jednoho účastníka penzijního připojištění byla již v roce 2006 431 Kč. Tato výše má rostoucí tendenci. Za posledních 12 let se zvýšila skoro až čtyřikrát.

¹⁰³ Přesně je to 4,35krát více. Data pro výpočet byla převzata ze stránek Asociace penzijních fondů České republiky. Dostupné na <http://www.apfcr.cz/cz/index.php?page=ukazatele/ukazatele_rok.php&year=2000>; <http://www.apfcr.cz/cz/index.php?page=ukazatele/ukazatele_rok.php&year=2008>.

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

¹⁰⁵ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007, s. 662.

Penzijní připojištění je dlouhodobou záležitostí. Při splnění určitých náležitostí mohou plynout účastníkům tyto druhy dávek:

- jednorázové vyrovnání,
- penze,
- odbytné.

Jednorázové vyrovnání znamená, že účastník při výplatě obdrží celou naspořenou částku najednou. *Penze* je naopak doživotní, pravidelná výplata peněžní částky. *Odbytné* náleží účastníkovi penzijního připojištění, který platil příspěvky alespoň 12 měsíců.

Finanční prostředky shromážděné penzijním fondem jsou investovány s ohledem na pravidla bezpečnosti, rentability, likvidity a kvality.

Následující tabulka zachycuje všech deset penzijních fondů a jejich podíl na trhu.

Tabulka 5: Procentní podíl jednotlivých penzijních fondů na trhu

Penzijní fond	Podíl na trhu (v procentech)
AEGON Penzijní fond, a.s.	1,25
Allianz penzijní fond, a.s.	2,92
AXA penzijní fond a.s.	12,75
ČSOB PF Progres, a. s.	6,36
ČSOB PF Stabilita, a. s.	9,52
Generali penzijní fond a.s.	0,89
ING Penzijní fond, a.s.	10,31
PF České pojišťovny, a.s.	26,77
PF České spořitelny, a.s.	17,90
PF Komerční banky, a.s.	11,31

Pramen: upraveno podle <<https://www.penzijnipripojisteni.cz/penzijnipripojisteni/fondy/>>

Závěrem by bylo vhodné nastínit pozitiva, případně i negativa systému penzijního připojištění.

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.

5 ČASOVÁ HODNOTA PENĚZ

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.

5.1 Úrokové míry v ekonomice

Z hlediska věřitele, který je reprezentován například vkladatelem nebo investorem, představuje úrok odměnu za dočasné poskytnutí peněz jinému subjektu. Úrok pak představuje odměnu za vzdání se dočasného práva k penězům, za pokles jejich hodnoty během půjčky vzhledem k inflaci, za podstoupení určitého rizika spojeného s dočasnou ztrátou kontroly nad penězi apod. Majitel peněz, který je momentálně nepotřebuje, peníze investuje, aby je nenechal ztrácet jejich reálnou hodnotu.

Z hlediska dlužníka představuje úrok cenu za získání úvěru. Přestože dlužník musí za získání peněz platit úrok, představuje pro něj získání úvěru většinou přínos, jelikož je pro něj ihned dostupná věc, kterou nezbytně potřebuje, případně může profitovat z podnikatelské činnosti, která se mu stala dostupnou díky získání cizího, tedy zapůjčeného kapitálu. O světové ekonomice se tvrdí, že je poháněna úvěrem. V řadě zemí jsou největšími dlužníky vlády. Příkladem jsou Spojené státy americké, kde je federální vláda zadlužena po celou dobu existence USA.

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 je tedy úrok vyjádřený relativně. Například roční úroková míra 5 % znamená, že věřitel obdrží 5 Kč za každých 100 Kč, které měl dlužník půjčeny po dobu jednoho roku. Spektrum úrokových měr platných v dané ekonomice patří k důležitým ekonomickým indikátorům, jak si ukážeme v další kapitole. **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.

Diskontní sazba je úroková sazba, za kterou centrální banka, v případě České republiky Česká národní banka, poskytuje úvěr obchodním bankám, případně přijímá vklady komerčních bank. V případě poskytnutí úvěru centrální bankou se obvykle jedná o tzv. refinanční úvěry krátkodobého charakteru, které jsou pro obchodní banky výhodné. Tyto

úvěry za diskontní sazbu jsou obchodním bankám poskytovány vždy pouze do určité výše. Diskontní sazba nemusí být ale spojena pouze s úvěry, které centrální banka poskytuje komerčním bankám, ale také s vklady, které centrální banka přijímá od komerčních bank. Diskontní sazba se používá k úročení volných rezerv bank. Tyto volné rezervy jsou ukládány komerčními bankami na účtech u centrální banky přes noc a mají podobu tzv. overnightů. Zvýšení, případně snížení diskontní úrokové sazby má obvykle za následek zvýšení, případně snížení úrokových měr nejen u jednotlivých obchodních bank, ale na celém finančním trhu. Centrální banka prostřednictvím svých úrokových sazeb reguluje množství peněz v oběhu, a tak ovlivňuje inflaci a hospodářský vývoj v ekonomice. Je nutné si uvědomit, že v případě zvýšení diskontní sazby bude pravděpodobně následovat zvýšení dalších úrokových sazeb v ekonomice, včetně krátkodobé úrokové míry. To může současně vést k přílivu kapitálu, který vyvolá tlak na růst množství peněz v oběhu, což je přesným opakem toho, čeho chtěla centrální banka zvýšením diskontní sazby dosáhnout. To je také důvodem, proč se diskontní sazba v řadě zemí mění jen mírně a v dlouhodobém časovém horizontu a nepředstavuje tak operativní nástroj měnové politiky.

Repo sazba představuje v současnosti hlavní měnový nástroj ČNB a má podobu repo operací prováděných formou tendrů. Při repo operacích ČNB přijímá od bank přebytečnou likviditu a bankám předává jako záruku dohodnuté cenné papíry. Obě strany se zároveň zavazují, že po uplynutí doby splatnosti proběhne reverzní transakce, v níž ČNB jako dlužník vrátí věřitelské bance zapůjčenou jistinu zvýšenou o dohodnutý úrok a věřitelská banka vrátí ČNB poskytnutý kolaterál (cenné papíry). Základní doba trvání těchto operací je stanovena na 14 dní, proto je z hlediska měnové politiky chápána jako klíčová dvoutýdenní repo sazba (2T repo sazba). V závislosti na predikci vývoje likvidity bankovního sektoru jsou čas od času prováděny i repo operace s dobou splatnosti kratší než 14 dní. Vzhledem k systémovému přebytku likvidity v bankovním sektoru slouží repo tendry především k odčerpávání likvidity na finančním trhu.

Lombardní sazba je úroková sazba, za kterou je poskytován úvěr zpravidla bankám, které mají problémy s likviditou. Tyto banky nemají možnost získat diskontní úvěr, a proto je důsledkem i vyšší hodnota lombardní sazby. Lombardní úvěr je poskytován proti zástavě směnek a některých dalších cenných papírů, které mají lhůtu splatnosti obvykle 30 dní, někdy i 90 dní. Výše lombardního úvěru by navíc měla být nižší než je tržní hodnota zastavených cenných papírů. Minimální objem lombardního úvěru je 10 000 000 Kč. Částky nad touto hranicí jsou poskytovány bez dalších omezení. Vzhledem k trvalému přebytku likvidity v současné době je tento úvěr bankami využíván minimálně. Lombardní sazba představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu.¹⁰⁶

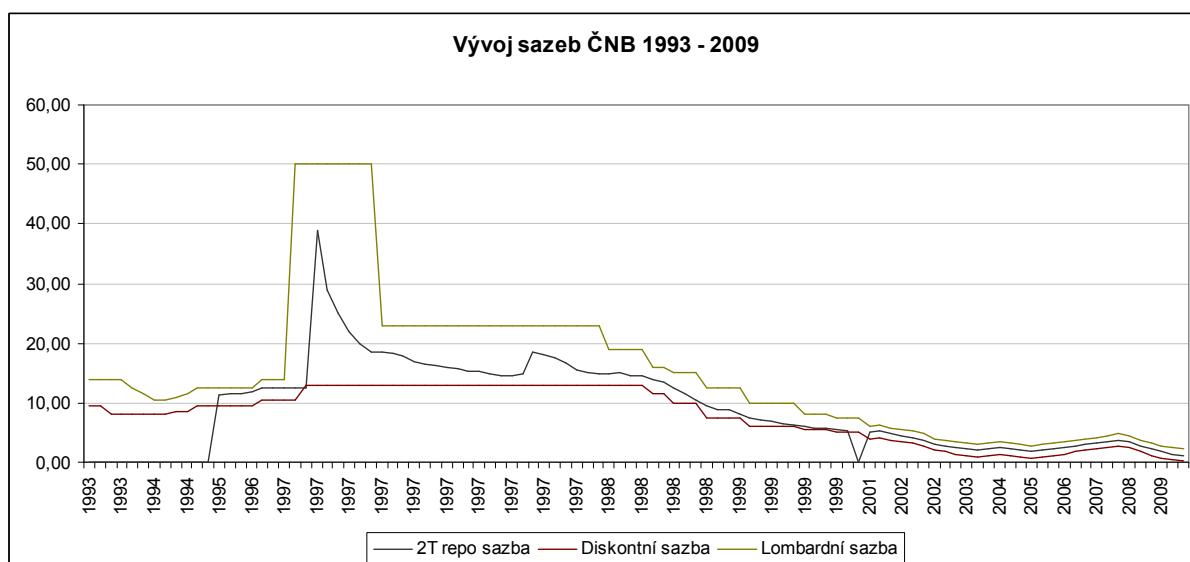
¹⁰⁶ Česká národní banka. Dostupné na: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/>.

Tabulka 6: Přehled vývoje sazeb ČNB 2007 – 2009

Datum stanovení sazby	2T repo sazba	Diskontní sazba	Lombardní sazba
1.6.2007	2,75	1,75	3,75
27.7.2007	3,00	2,00	4,00
31.8.2007	3,25	2,25	4,25
30.11.2007	3,50	2,50	4,50
8.2.2008	3,75	2,75	4,75
8.8.2008	3,5	2,5	4,5
7.11.2008	2,75	1,75	3,75
18.12.2008	2,25	1,25	3,25
6.2.2009	1,75	0,75	2,75
11.5.2009	1,50	0,50	2,50
6.8.2009	1,25	0,25	2,25

Pramen: upraveno podle <<http://www.cnb.cz/>>

Schéma 13: Vývoj úrokových sazeb ČNB od roku 1993



Pramen: upraveno podle <<http://www.cnb.cz/>>

Mezibankovní úroková míra představuje úrokovou sazbu, kterou používají obchodní banky při obchodování mezi sebou navzájem. Více o mezibankovní úrokové míře je uvedeno v kapitole 10 pojednávající o finančních a ekonomických indikátorech.

Strategie banky ovlivňuje především výši požadované úrokové marže, což je rozdíl mezi úrokovou sazbou z poskytnutých úvěrů a sazbou, kterou se úročí vklady klientů a bankou čerpané úvěry.

Riziko půjčky rovněž podstatně ovlivňuje výši úrokové sazby. Úroková míra zpravidla roste s rostoucím rizikem půjčky. To je také důvodem, proč státní cenné papíry přinášejí nižší úrok než je například výnos z akcií malých společností. Obecně totiž platí, že státy jsou považovány za nejbezpečnější dlužníky.

Doba splatnosti půjčky představuje přímo úměrný vztah s výši úrokové sazby. S rostoucí dobou splatnosti úroková míra většinou roste, neboť banka se snaží zohlednit větší odměnou

delší dobu, po kterou má peněžní prostředky k dispozici. Toto tvrzení ovšem neplatí zcela jednoznačně.

Výše zapůjčeného kapitálu má opět přímo úměrný vliv na výši úrokové míry. S růstem objemu zapůjčeného kapitálu roste úroková míra.

Daňová politika má vliv na čistý výnos a čisté náklady úvěrů, tedy ceny po zdanění. Příjmy z kapitálového majetku jsou většinou zdaňovány srážkovou daní u zdroje a to ve výši:

- 0 % pro výnosy z několika vybraných finančních instrumentů (např. stavební spoření, státní dluhopisy, hypoteční zástavní listy atd.).
- 15 % pro výnosy z většiny kapitálového majetku (např. bankovní depozita, dluhopisy, akcie).

Úroky z úvěrů jsou zdanitelnou položkou pro věřitele a u některých úvěrů, např. u stavebního spoření a hypotečních úvěrů jsou daňově odčitatelnou položkou.

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. Měří se, jak bude ukázáno v následujících kapitolách, prostřednictvím cenových indexů, které jsou založeny na ceně určitého spotřebního koše. Ceny jednotlivých položek, které jsou součástí spotřebního koše, je třeba vhodně doplnit váhou dané položky v celém spotřebním koši. Tato váha by měla odpovídat významu, jaký daná položka zaujímá ve spotřebě běžné domácnosti.

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_{infl}).

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

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. století¹⁰⁷. Fisherova rovnice říká, že nominální úroková míra i je rovna reálné úrokové míře i_r po přičtení očekávané míry inflace π^e .¹⁰⁸

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.

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.¹⁰⁹

Pokud se doba půjčky vyjadřuje ve dnech, pak platí $t = \frac{k}{360}$, kde k udává počet dní půjčky.

Budoucí hodnotu kapitálu/splátky P_n , tj. hodnotu kapitálu po započítání úroků pak získáme podle následujícího vzorce:

¹⁰⁷ MISHKIN, F. S.; EAKINS, S. G. *Financial markets and institutions*. 6th ed. Boston : Pearson Prentice Hall, 2009, s. 53.

¹⁰⁸ Jedná se o určité zjednodušení, přesné vyjádření Fisherovy rovnice je $i = i_r + \pi^e + (i_r \cdot \pi^e)$.

¹⁰⁹ Pokud je doba půjčky například 9 měsíců, pak $t=0,75$, pro 6měsíční půjčku platí, že $t = 0,5$ atd.

$$P_n = P \cdot (1 + i \cdot t).$$

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:

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

V bankovní praxi se často využívají v případě jednoduchého úročení tzv. **úroková čísla UC** a **úrokové dělitele UD**, a to zejména v situacích, když se výše úročených prostředků během roku často mění, což je typické zejména pro běžný účet.

Úrokové číslo můžeme zapsat jako:

$$UC = \frac{P \cdot k}{100}.$$

Úrokový dělitel je pak definován:

$$UD = \frac{360}{i}, \text{ kde } i \text{ úroková míra vyjádřena v procentech.}$$

Jednoduchý úrok s využitím UD a UC:

$$u = \frac{UC}{UD}.$$

Pokud dochází během roku ke změně výše úročeného kapitálu, ale úroková míra se nemění, můžeme vzorec pro jednoduchá úročení upravit následujícím způsobem:

$$u = P_1 \cdot \frac{i}{100} \cdot \frac{k_1}{360} + \dots + P_n \cdot \frac{i}{100} \cdot \frac{k_n}{360} = \frac{UC_1 + \dots + UC_n}{UD},$$

kde P_n je výše kapitálu během k_n dní, jinak vyjádřeno stav účtu mezi změnou na účtu a následnou změnou na účtu. Tento stav trvá určitou dobu vyjádřenou k_n dní.

UC_n je úrokové číslo, které odpovídá úročení kapitálu ve výši P_n po dobu k_n dní.

UD je úrokový dělitel.

Příklad

Běžný účet byl založen 3. března 2009 a během roku 2009 na něm došlo k vývoji, který je zobrazen v následující tabulce. Jaký úrok bude připsán na konci roku při úrokové míře 3 %? Budeme vycházet ze standardu 30E/360¹¹⁰, tzn. že měsíc má 30 dní a rok 360 dní.

Tabulka 7: Přehled vývoje na běžném účtu

Datum změny na účtu	Zůstatek na účtu	Počet dní	UC
3. 3. 2009	100 000	61	61 000
4. 5. 2009	200 000	134	268 000
18. 9. 2009	40 000	41	16 400
29. 10. 2009	120 000	31	37 200
31. 12. 2009	120 000	----	----

Pramen: upraveno podle CIPRA, T. Praktický průvodce finanční a pojistnou matematikou

$$UC_1 = \frac{P_1 \cdot k_1}{100} = \frac{100.000 \cdot 61}{100} = 61.000$$

$$UC_2 = \frac{P_2 \cdot k_2}{100} = \frac{200.000 \cdot 134}{100} = 268.000$$

$$UC_3 = \frac{P_3 \cdot k_3}{100} = \frac{40.000 \cdot 41}{100} = 16.400$$

$$UC_4 = \frac{P_4 \cdot k_4}{100} = \frac{120.000 \cdot 31}{100} = 37.200$$

$$UD = \frac{360}{i} = \frac{360}{3} = 120$$

$$u = \frac{UC_1 + UC_2 + UC_3 + UC_4}{UD} = \frac{382.600}{120} = 3.188,3$$

Na konci roku bude připsán úrok ve výši 3 188,3 Kč.

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. To například znamená, že pokud je diskontní míra například 10 %, obdrží dlužník ze zapůjčených 100 Kč pouze 90 Kč, ale po uplynutí sjednané doby musí vrátit celou sumu 100 Kč.

Diskont vypočítáme:

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

kde D ... je diskont,

¹¹⁰ Označení 30E/360 se používá pro tzv. evropský standard, který je založen na tom, že každý měsíc se skládá z 30 dnů a rok má tedy celkem 360 dní.

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

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

t ...je doba půjčky vyjádřena v letech.

Pro dobu půjčky vyjádřenou ve dnech platí $t = \frac{k}{360}$, kde k je počet dní půjčky.

Současnou hodnotu kapitálu P neboli jistinu, získáme z následujícího vzorce:

$$P = P_n \cdot (1 - i_d \cdot t).$$

Příklad

Banka odkoupila směnku v hodnotě 500 000 Kč, s dobou splatnosti 1 rok. Jakou banku používá diskontní sazbu, pokud za směnku vyplatila 480 000 Kč?

Výši diskontní sazby získáme ze vzorce:

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

$$(500.000 - 480.000) = 500.000 \cdot i_d \cdot 1$$

$$i_d = \frac{20.000}{500.000} = 0,04 \text{ tj. } 4,0 \%$$

Stejný výsledek získáme také použitím druhého vzorce:

$$P = P_n \cdot (1 - i_d \cdot t)$$

$$480.000 = 500.000 \cdot (1 - i_d \cdot 1)$$

$$i_d = \frac{500.000 - 480.000}{500.000} = 0,04 \text{ tj. } 4,0 \%$$

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. Pro složené úročení je tedy typické zrychlující se narůstání základu, který může být vyjádřen exponenciální funkcí:

Období	0	1	2	3	n
P_n	P	$P \cdot (1 + i)$	$P \cdot (1 + i)^2$	$P \cdot (1 + i)^3$	$P \cdot (1 + i)^n$

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 (úročný kapitál) / jistina,

i ...roční úroková míra vyjádřená desetinným číslem,

n ... počet období úročení.

Výraz $(1+i)^n$ je úročitel neboli akumulční faktor, který říká, kolikrát se zvýší počáteční vklad při dané úrokové míře za n let.

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.?

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

Základ při *složeném odúročení* neboli složeném diskontování:

Období	0	1	2	3	n
P	P_n	$P_n \cdot (1+i)^{-1}$	$P_n \cdot (1+i)^{-2}$	$P_n \cdot (1+i)^{-3}$	$P_n \cdot (1+i)^{-n}$

Tedy:

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

Výraz $\frac{1}{(1+i)^n}$, neboli $(1+i)^{-n}$ je *odúročitel* neboli *diskontní faktor*, který říká kolikrát menší bude z hlediska současné hodnoty peněžní částka, kterou získáme na konci n -tého roku při dané úrokové míře.

Výši úrokové míry při složeném úročení pak zjistíme ze vztahu:

$$i = \left(\frac{P_n}{P} \right)^{\frac{1}{n}} - 1 .$$

Efektivní úroková míra (roční)

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 měř 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.

Příklad

Klient si zřídil spořicí účet u banky, která nabízí dva tyty spořicí účty:

- Účet s úrokovou sazbou 4 % p.a. a denním připisováním úroků.
- Účet s úrokovou sazbou 4,1 % p.a. a čtvrtletním připisováním úroků.

Která varianta je pro klienty výhodnější?

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

$$\text{a) } i_{\text{efekt}} = \left(1 + \frac{0,04}{360}\right)^{360} - 1$$

$$i_{\text{efekt}} = 0,0408, \text{ tj. } 4,08 \%$$

$$\text{b) } i_{\text{efekt}} = \left(1 + \frac{0,041}{4}\right)^4 - 1$$

$$i_{\text{efekt}} = 0,0416, \text{ tj. } 4,16 \%$$

Pro klienta, který usiluje o maximalizaci vloženého kapitálu, je výhodnější druhá varianta, která nabízí vyšší efektivní úrokovou míru.

5.4 Současná a budoucí hodnota anuity

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. Anuitu (důchod) můžeme klasifikovat z několika hledisek. Základní členění je na důchod jistý, jejichž platba je zaručena a na případné důchody, jejichž platby jsou podmíněny splněním určitých podmínek (často nahodilého charakteru, například dožití se určitého věku). Dále rozlišujeme *předlůtní anuitu*, kdy platby probíhají vždy na počátku příslušného výplatního období, a *polhlůtní anuitu*, kdy platby probíhají vždy na konci příslušného výplatního období. Specifickým typem důchodu je důchod jednotkový, který představuje důchod s jednotkovými platbami, tj. ve výši 1 Kč.

Pokud uvažujeme anuitní platby ve výši P , které jsou vypláceny po dobu n let, při roční úrokové míře i , můžeme vypočítat jeho budoucí, ale také současnou hodnotu.

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

Období	0	1	2	3	n
PVA		$P \cdot (1+i)^{-1}$	$P \cdot (1+i)^{-1} +$ $+ P \cdot (1+i)^{-2}$	$P \cdot (1+i)^{-1} +$ $+ P \cdot (1+i)^{-2} +$ $+ P \cdot (1+i)^{-3}$	$P \cdot \frac{1-(1+i)^{-n}}{i}$

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

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

kde PVA ... současná hodnota anuity,

P ... výše anuitní platby,

n ... počet období,

i ... úroková míra.

Výraz $\frac{1-(1+i)^{-n}}{i}$ je označován jako *zásobitel* a vyjadřuje současnou hodnotu n jednotkových plateb. Umožní stanovit, jaká částka musí být dnes uložena, aby z ní byl po n období vyplácen pravidelný důchod.

Výraz $\frac{i}{1-(1+i)^{-n}}$ je označován jako *umořovatel* a umožní stanovit velikost splátek, pokud je při úrokové míře i za n období nutné splatit půjčenou částku peněz.

Příklad

Podnik plánuje pronájem haly na 5 let. Nájemné ve výši 100 000 Kč bude placeno nájemcem vždy na konci pololetí. Jaká je současná hodnota těchto příjmů pro podnik, pokud víme, že roční úroková míra je 5 %?

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

$$PVA = 100.000 \cdot \frac{1 - \left(1 + \frac{0,05}{2}\right)^{-10}}{\frac{0,05}{2}} = 875.206,39 \text{ Kč}$$

Současná hodnota předlůžtní 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.

Výraz $\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \cdot (1+i)$ je označován také jako *zásobitel*, výraz $\frac{i}{1 - (1+i)^{-n}} \cdot \frac{1}{(1+i)}$ je označován jako *umořovatel*.

Příklad

Jak vysoká musí být jednorázová investice, aby z ní plynul pravidelný roční příjem ve výši 20 000 Kč po dobu 20 let, který bude vyplácen vždy na počátku roku? Úroková sazba je 3 % p.a.

Jedná se o výpočet současné hodnoty předlůžtní anuity, a proto vycházíme z následujícího vzorce:

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

$$PVA = 20.000 \cdot \frac{1 - (1+0,03)^{-20}}{0,03} \cdot (1+0,03)$$

$$PVA = 306\,476 \text{ Kč}$$

Budoucí hodnota polhůžtní anuity:

Období	0	1	2	3	n
FVA	0	P	$P \cdot (1+i) + P$	$P \cdot (1+i)^2 + P \cdot (1+i) + P$	$P \cdot \frac{(1+i)^n - 1}{i}$

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

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

kde *FVA*... budoucí hodnota anuity,

P... výše anuitní platby,

n... počet období a

i... úroková míra.

Výraz $\frac{(1+i)^n - 1}{i}$ je označován jako *střadatel* a vyjadřuje budoucí hodnotu jednotlivých pravidelných plateb.

Výraz $\frac{i}{(1+i)^n - 1}$ je označován jako *fondovatel* a umožňuje stanovit, jakou částku je nutné pravidelně při úrokové míře i ukládat, aby byla dosažena požadovaná suma.

Příklad

Kolik budeme mít na účtu za 25 let, pokud si vždy na konci roku uložíme 10 000 Kč při úrokové míře 3,5 % p.a?

Vycházíme ze vzorce pro výpočet budoucí hodnoty polhůtní anuity:

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

$$FVA = 10.000 \cdot \frac{(1+0,035)^{25} - 1}{0,035}$$

$$FVA = 389\,498,6 \text{ Kč}$$

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.

Výraz $\frac{(1+i)^n - 1}{i} \cdot (1+i)$ je označován jako *střadatel* a výraz $\frac{i}{(1+i)^n - 1} \cdot \frac{1}{1+i}$ je označován jako *fondovatel*.

Příklad

Kolik budeme mít na účtu za 25 let, pokud si vždy 1. ledna uložíme na tento účet 10 000 Kč při úrokové míře 3,5 % p.a?

Vycházíme ze vzorce pro výpočet budoucí hodnoty předlhůtní anuity:

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

$$FVA = 10.000 \cdot \frac{(1+0,035)^{25} - 1}{0,035} \cdot (1+0,035)$$

$$FVA = 403.131 \text{ Kč}$$

Hypoteční úvěr

Hypoteční úvěr je speciální typ úvěru na pořízení nemovitosti, který je krytý zástavním právem k nemovitosti. Banka, která vystupuje v pozici věřitele, získá zástavní právo k nemovitosti, kterou může, v případě problémů se splacením ze strany dlužníka, prodat.

Příklad

Klient si chce koupit nemovitost za 2 000 000 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:

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

$$P = 14.328,6 \text{ Kč}$$

5.5 Umořování dluhu – amortizace

Umořování dluhu představuje proces splacení úvěru dlužníkem věřiteli podle předem sjednaného umořovacího plánu. Při umořování dluhu (neboli amortizaci) splácí dlužník řadu pravidelně rozložených plateb, obvykle ve stejné výši. Platby obsahují jednak splátku úroku z nesplaceného základu půjčky v okamžiku každé platby a jednak splátku části základu půjčky (tzv. úmor). Každá splátka se tak skládá ze dvou složek:

- *Úmoru* dluhu (tato složka postupně snižuje dlužnou částku).
- *Úroku* z dluhu, kdy splátka splácí úrok ze zbývajících dlužných částek. S postupným snižováním dlužné částky výše této složky klesá.

Umořování dluhu nestejnými splátkami

V tomto případě se obvykle vychází z předem stanoveného schématu pro úmor dluhu v jednotlivých splátkách.

Příklad

Úvěr ve výši 100 000 Kč má být splacen splátkami na konci jednotlivých let. Přitom je sjednáno, že úmor dluhu v první splátce bude 10 000 Kč a v dalších splátkách naroste vždy o 20 % předchozího úmoru a úmor poslední splátky dorovná dlužnou částku. Jaký bude umořovací plán, pokud úroková míra činí 10 %?

Tabulka 8: Umořovací plán v případě nestejně výše splátky

Rok	Úmor	Úrok	Splátka = Úmor + Úrok	Stav dluhu
0	----	----	----	100 000,00
1	10 000,00	10 000,00	20 000,00	90 000,00
2	12 000,00	9 000,00	21 000,00	78 000,00
3	14 400,00	7 800,00	22 200,00 22 000,00	63 600,00
4	17 280,00	6 360,00	23 640,00	46 320,00
5	20 736,00	4 632,00	25 368,00	25 584,00
6	24 883,20	2 558,40	27 441,60	700,80
7	700,80	70,08	770,88	0
Σ	100 000			

Pramen: upraveno podle CIPRA, T. Praktický průvodce finanční a pojistnou matematikou

Umořování dluhu stejnými splátkami

Umořovací plán v tomto případě vychází buď z předepsané doby umořování (výše splátek se pak určí jako řešení důchodové úlohy uvedené v předchozí kapitole), nebo se vychází z předepsané výše splátek (výše splátek se počítá prostřednictvím důchodového vzorce z předchozí kapitoly).

Příklad

Úvěr ve výši 500 000 Kč má být splacen stejnými měsíčními splátkami na konci jednotlivých měsíců po dobu 25 let. Jaký bude umořovací plán, pokud je úroková míra 6 % p.a.

Při výpočtu budeme vycházet ze vzorce pro výpočet současné hodnoty polhůtní anuity, který byl uveden v předchozí podkapitole.

Víme, že úroková míra 6 % p.a. odpovídá úrokové míře 0,5 % p.m. Výchozí vzorec má následující tvar.

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

Po dosažení do původního vzorce získáme

$$500.000 = P \cdot \frac{1 - (1 + 0,005)^{-300}}{0,005}$$

$$P = 3\,221,5 \text{ Kč}$$

Umořovací plán vidíte v následujících tabulkách (jedná se o situaci v 1., 10. a 25. roce):

Tabulka 9: Umořovací plán v případě stejné výše splátky v 1., 10. a 25. roce

	Stav na konci měsíce	Splátka	Úmor	Úrok	Stav dluhu
1. rok	0	0,0	0,0	0,0	500000,0
	1	3221,5	721,5	2500,0	499278,5
	2	3221,5	725,1	2496,4	498553,4
	3	3221,5	728,7	2492,8	497824,6
	4	3221,5	732,4	2489,1	497092,3
	5	3221,5	736,0	2485,5	496356,2
	6	3221,5	739,7	2481,8	495616,5
	7	3221,5	743,4	2478,1	494873,1
	8	3221,5	747,1	2474,4	494125,9
	9	3221,5	750,9	2470,6	493375,0
	10	3221,5	754,6	2466,9	492620,4
	11	3221,5	758,4	2463,1	491862,0
12	3221,5	762,2	2459,3	491099,8	

⋮

	Stav na konci měsíce	Splátka	Úmor	Úrok	Stav dluhu
10. rok	109	3221,5	1236,4	1985,1	395775,7
	110	3221,5	1242,6	1978,9	394533,1
	111	3221,5	1248,8	1972,7	393284,2
	112	3221,5	1255,1	1966,4	392029,2
	113	3221,5	1261,4	1960,1	390767,8
	114	3221,5	1267,7	1953,8	389500,1
	115	3221,5	1274,0	1947,5	388226,1
	116	3221,5	1280,4	1941,1	386945,7
	117	3221,5	1286,8	1934,7	385659,0
	118	3221,5	1293,2	1928,3	384365,8
	119	3221,5	1299,7	1921,8	383066,1
120	3221,5	1306,2	1915,3	381759,9	

⋮

	Stav na konci měsíce	Splátka	Úmor	Úrok	Stav dluhu
25. rok	289	3221,5	3034,4	187,2	34396,1
	290	3221,5	3049,5	172,0	31346,6
	291	3221,5	3064,8	156,7	28281,8
	292	3221,5	3080,1	141,4	25201,7
	293	3221,5	3095,5	126,0	22106,2
	294	3221,5	3111,0	110,5	18995,2
	295	3221,5	3126,5	95,0	15868,7
	296	3221,5	3142,2	79,3	12726,6
	297	3221,5	3157,9	63,6	9568,7
	298	3221,5	3173,7	47,8	6395,0
	299	3221,5	3189,5	32,0	3205,5
300	3221,5	3205,5	16,0	0,0	
Suma			500.000		

Pramen: upraveno podle Cipra, T. Praktický průvodce finanční a pojistnou matematikou

Přehled výpočtů časové hodnoty peněz

Budoucí hodnota (úročitel)

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

Současná hodnota (odúročitel)

$$P = P_n \cdot (1 + i)^{-n}$$

Budoucí hodnota anuity (střadatel)

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

Současná hodnota anuity (zásobitel)

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

Anuita pro budoucí hodnotu (fondovatel)

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

Anuita pro současnou hodnotu (umořovatel)

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

5.6 Hodnocení efektivnosti investic

Výnosy z investice jsou většinou tvořeny systémem peněžních toků, které jsou rozloženy v čase. Proto je doporučováno nejprve vztáhnout všechny peněžní toky k vhodně zvolenému časovému bodu tzv. referenčnímu datu a to za použití:

- *úročení* (při vztážení k referenčnímu datu dopředu),
- *diskontování* (při vztážení k referenčnímu datu časově dozadu).

Vyhodnocení efektivnosti investice pak vychází ze základních metod, které usnadňují investorovi rozhodnutí, zda investovat, případně jaký investiční projekt si zvolit. Mezi tyto tři metody patří:

- čistá současná hodnota,
- vnitřní výnosové procento,
- doba návratnosti.

Čistá současná hodnota

Čistá současná hodnota (ČSH) neboli *Net Present Value (NPV)* je hodnota peněžních toků vztahených k určitému datu (referenční doba). V případě výpočtu současné hodnoty se všechny platby diskontují, neboť referenční doba je časově před všemi platbami. Obvykle platí, že jako referenční doba se chápe současný časový okamžik, resp. počátek investování. Čistá současná hodnota vyjadřuje, v absolutní výši, *rozdíl mezi aktualizovanou hodnotou peněžních příjmů z investice a aktualizovanou hodnotou kapitálových výdajů na investice*.¹¹¹ Aktualizovaná hodnota peněžních příjmů a kapitálových výdajů je také nazývána diskontovaný peněžní tok. Investice, která přináší vyšší ČSH, je považována za výhodnější. Současně platí, že všechny investice s čistou současnou hodnotou vyšší než 0 jsou přípustné.

¹¹¹ VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha : Ekopress, 1999, s. 188.

$$\check{C}SH = \sum_{k=0}^N P_n \frac{1}{(1+i)^{n_k}} - K,$$

kde $\check{C}SH$... je čistá současná hodnota,

P_{n_k} ... peněžní příjem v jednotlivých letech životnosti (pokud je > 0 , jedná se o peněžní příjem; pokud je < 0 , jedná se o peněžní výdaj),

i ... požadovaná výnosnost,

n ...jednotlivá léta životnosti,

N ...doba životnosti investičního projektu,

K ...celkový kapitálový výdaj na investiční projekt.

Podle pravidla současné hodnoty pak platí:

- Pokud je $\check{C}SH > 0$, pak investuj.
- Pokud se hodnota $\check{C}SH = 0$, pak nelze investici doporučit ani zamítnout.
- Pokud je $\check{C}SH < 0$, pak neinvestuj.

Vnitřní výnosové procento

Vnitřní výnosové procento neboli Internal Rate of Return lze definovat jako *takovou úrokovou míru, při které se současná hodnota peněžních příjmů z investice rovná kapitálovým výdajům na investici*:

$$\sum_{k=0}^K \frac{P_{n_k}}{(1+i)^{n_k}} = K.$$

Vnitřním výnosovým procentem nazýváme takovou výši úrokové míry, která vyhovuje výše uvedené rovnosti. Zatímco u čisté současné hodnoty se vychází z dané úrokové míry, v případě vnitřního výnosového procenta hledáme úrokovou míru, která vyhovuje rovnosti diskontovaných peněžních příjmů z investice a kapitálových výdajů na investici.¹¹²

Doba návratnosti

Doba návratnosti (T) představuje počet měsíců nebo let, za kterou postupně kumulované příjmy z investice (CF) uhradí celkové výdaje na investici (K, tzn. investovaný kapitál). Obecně toto pravidlo říká, že preferujeme takovou investici, která má nejkratší dobu návratnosti.

$$T = \frac{K}{CF}.$$

Kritéria investičního rozhodování

V rámci investičního rozhodování se posuzují především tři základní kritéria, která ovšem mají protichůdné tendence, kdy zlepšení jednoho vede ke zhoršení jiného a je proto potřeba hledat kompromis.

¹¹² VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha : Ekopress, 1999, s. 191.

Jedná se o:

- **Výnosnost** (k jejímu hodnocení se používá například metoda čisté současné hodnoty, vnitřní výnosové procento nebo doba návratnosti investice).
- **Riziko** (představuje určitý stupeň nejistoty, který je spojen s danou investicí. Pro zjištění jeho hodnoty se vychází z teorie pravděpodobnosti a statistiky. Za téměř bezrizikovou investici se považují například nemovitosti, státní dluhopisy, drahé kovy a podobně, protipól tvoří akcie nebo podnikové obligace).
- **Likviditu** (představuje rychlost, se kterou může být investice přeměněna zpět na hotové peněžní prostředky. Za nejlikvidnější aktivum jsou považovány peněžní prostředky, případně bankovní depozita. K nejméně likvidním finančním instrumentům řadíme například nemovitosti, uměleckou sbírku, případně nepřevoditelné akcie nebo jiné cenné papíry).

6 OSOBNÍ FINANCE A INVESTIČNÍ MOŽNOSTI

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:¹¹³

- 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.

Výkaz příjmů a výdajů¹¹⁴ přináší klíčové informace o výši a struktuře příjmů a výdajů daného jedince či celé jeho rodiny. **Rozvaha** (nebo také bilance)¹¹⁵ nás pak detailně seznamuje s výší a strukturou majetku daného člověka, či jeho rodiny, a zdroji jeho financování.

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. S ohledem na své finance můžete postupně vystupovat v roli svobodného mladého člověka, zakladatele rodiny, rodiče a na konec snad spokojeného důchodce. vaše potřeby a nároky na osobní finance nebudou v jednotlivých životních etapách stejné, budou se vyvíjet.¹¹⁶ V teorii i

¹¹³ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Kam s penězi*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 188 – 189.

¹¹⁴ Výkaz příjmů a výdajů je obdobou podnikového výkazu cash-flow.

¹¹⁵ Osobní (rodinná) rozvaha je obdobou podnikové rozvahy.

¹¹⁶ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Kam s penězi*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 218.

praxi osobních financí se můžeme setkat s různými vymezeními fází osobních financí podle věku. Např. Filip¹¹⁷ uvádí dělení osobních a rodinných financí podle věku na *fázi nízkých úspor, fázi výpůjček, fázi investic a fázi čerpání vytvořeného majetku*. Než se budeme jednotlivými fázemi zabývat podrobněji, dodejme, že uvedené věkové vymezení jednotlivých fází je pouze orientační (zakládat rodinu můžeme v osmnácti, ale i ve třiceti). Věkové vymezení jednotlivých fází osobních financí je tak do značné míry vysoce individuální záležitostí.

Nízké úspory

Nízké úspory představují první fázi osobních financí, která nastává zpravidla kolem 18. – 25. roku života. Pro tuto fázi je často charakteristická záporná nebo velmi nízká výše vašich čistých aktiv (rozdíl mezi vašimi aktivy – majetkem, který vlastníte, a závazky). V mládí financujete buď sami, nebo s pomocí rodiny především své vzdělání a koníčky. Přechod do pracovního života pak v důsledku toho může být zatížen případnými úvěry a půjčkami z období studií. K tomu se přidávají další výdaje spojené se stěhováním, placením nájemného a inkasa, pořízením alespoň základního vybavení do vaší nové domácnosti či koupě nového oblečení do zaměstnání apod. Nebudou to však jen výdaje, které se budou vyvíjet. Měnit se bude i výše příjmů. Nástupní mzda v prvním zaměstnání zpravidla nebývá nijak závratná, neboť mladý člověk přichází jako student(ka) bez praxe. Není tedy výjimkou, že výše mzdy z počátku nestačí ani na pokrytí zvýšených výdajů.¹¹⁸

Výpůjčky

V následujícím období, řekněme kolem 30. roku života, můžete stát před rozhodnutím, zda založit rodinu. V každém případě však bude toto období spojeno s dalšími výdaji – pořízením vlastního bytu či domu (abyste stabilněji vyřešili své bydlení), jeho vybavením, koupí automobilu. Tyto výdaje budete financovat částečně svými příjmy, v některých případech však budete pravděpodobně nuceni si na jejich pořízení i půjčit, což může následně významným způsobem ovlivňovat vaši budoucí finanční situaci. Zejména pokud jde o koupi vlastního bytu či domu, nebudete pravděpodobně sami schopni financovat jejich pořízení pouze ze svých prostředků. Využití hypotečního úvěru (či jiného typu úvěru, půjčky) a jeho následné splácení pak budou v následujících letech ovlivňovat vaši finanční situaci. Pokud máte partnera, bývá zpravidla koupě vlastního bytu či domu spojena s přáním založení rodiny a zařizováním vlastní domácnosti. Narození prvního dítěte a pak dalšího (dalších) bývá samozřejmě spojeno s dalšími výdaji. Kromě pravidelných „provozních“ výdajů rodiny bude navíc časem pravděpodobně plynout značná část vašich rodinných financí na výchovu a vzdělání vašich dětí.¹¹⁹

Investice

Postupem času se začne stav vašich čistých aktiv zlepšovat a obracet. Záporná čísla se budou zmenšovat a výše vašich čistých aktiv bude postupně narůstat. Růst by měla výše vaší mzdy v zaměstnání, těšit byste se měli začít z výnosů z vašeho osobního majetku (např. cenných papírů). Postupně se tak dostáváte do třetí fáze osobních financí, do fáze investic. Přibližně kolem 40. roku života by v hospodaření vaší rodiny měly začít měsíčně přebývat finanční prostředky, které nespotřebujete a budete je moci odkládat z běžného „provozního“ rozpočtu. V důsledku toho budete moci i více a pravidelně investovat (např. do cenných papírů). Myslet

¹¹⁷ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Kam s penězi*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 220 – 222.

¹¹⁸ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Kam s penězi*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 220.

¹¹⁹ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Kam s penězi*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 220.

byste již v této době měli rovněž na systematické budování vašeho majetku na spokojený důchod. Kolem 50. a 60. roku života by se měla hodnota vašich čistých aktiv blížit svému maximu. V tomto období byste již měli mít konečně splacenou hypotéku na pořízení bytu či domu, děti by již měly být na studiích, s čímž vám vznikají nové výdaje (placené studium, koleje, kapesné apod.). Vaše příjmy by však měly být již tak vysoké, že by měly být schopné i takto zvýšené výdaje bez problémů pokrýt.¹²⁰

Čerpání majetku

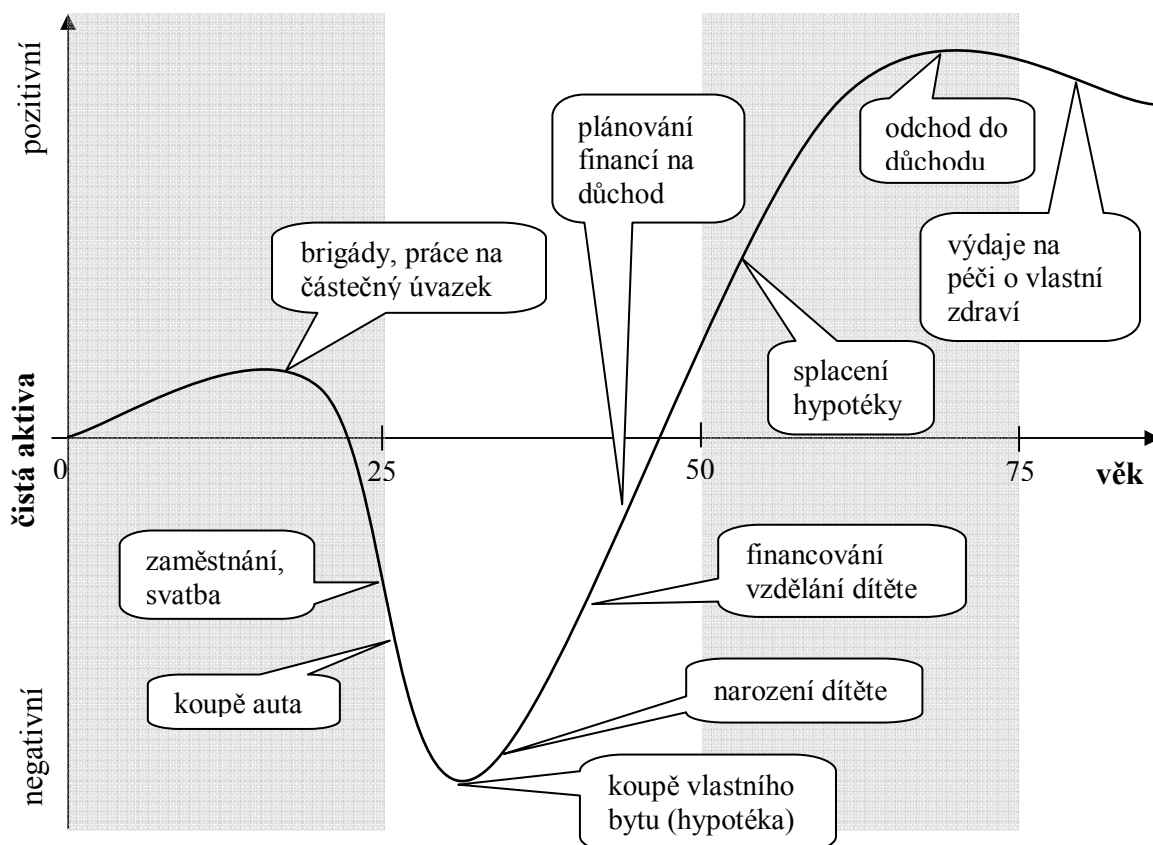
Po 60. roku života pak přichází poslední, závěrečná fáze vašich osobních financí, fáze čerpání majetku. Váš čistý finanční majetek by v tomto věku měl být již dostatečně vysoký, aby z něj plynoucí pravidelné příjmy vytvářely „měkký“ finanční polštář pro krytí vašich finančních potřeb. V závislosti na vaší konkrétní rodinné situaci, mohou vaši finanční podporu potřebovat vaši rodiče, vaše děti, které v tomto období nejspíše zakládají své rodiny a kupují si vlastní bydlení na hypotéku. Vaši měsíční mzdu postupně nahradí důchod a dávky z penzijního fondu. Jejich výše však s vysokou pravděpodobností nebude dosahovat úrovně vaší měsíční mzdy, na kterou jste byli zvyklí. Navíc budete mít čas na své koníčky, na cestování, je třeba také počítat s dalšími výdaji (na lázeňské pobyty, léky a lékařskou péči). K doplnění vašich běžných financí tak od začátku svého důchodového věku začnete pravidelně odčerpávat část svého finančního majetku. Váš investiční horizont, který je realisticky spojený s vaší očekávanou délkou života a potřebou finančních prostředků, se zkrátí. Podstatnou část vašeho finančního majetku budou tvořit konzervativnější aktiva.¹²¹

Uvedené čtyři fáze osobních financí a možný vývoj čistých aktiv jsou graficky znázorněny na modelovém příkladě na následujícím schématu:

¹²⁰ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Kam s penězi*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 221.

¹²¹ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Kam s penězi*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 221 – 222.

Schéma 14: Fáze osobních financí a čistá aktiva – modelový příklad



Pramen: upraveno podle FILIP, M. Osobní a rodinné bohatství : Kam s penězi. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 223

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. Tzn. že se nesnaží nalézt univerzální, „absolutně“ nejlepší způsob, jak se zajistit na důchod, ošetřit vaše rizika, financovat koupi vlastního bytu apod., ale hledá takovou cestu, která bude co nejlépe odpovídat vašim požadavkům a možnostem. Kromě plánu „ušitého vám přesně na míru“ je osobní finanční plánování spojeno i s dalšími efekty – ujasníte si své budoucí osobní a rodinné potřeby a priority, získáte podrobný přehled o vašich příjmech a výdajích, majetku a závazcích, o tom, co si po finanční stránce můžete v současnosti dovolit, zda nemáte někde skryté rezervy, jaké jsou možnosti zhodnocování vašich úspor, jaká je cena cizích zdrojů, kolik si můžete půjčit, na co a za jakých podmínek, jakým jste vystaveni rizikům apod.¹²²

Představme si, že vaším snem je koupit si za tři roky nový automobil za 250 000 Kč. V současnosti již máte naspořeno 50 000 Kč a každý měsíc jste momentálně schopni uspořit 5 000 Kč. V této souvislosti by vás mělo zajímat, zda je Váš cíl reálný, tzn. zda budete mít na jeho splnění dostatek vlastních finančních prostředků, zda nemůžete spořit více a zda vám to

¹²² SYROVÝ, P.; NOVOTNÝ, M. *Osobní a rodinné finance*. Praha : GRADA Publishing, 2003, s. 10.

vaše příjmy a výdaje vůbec dovolí, příp. zda není možné zvýšit vaše příjmy či snížit vaše výdaje, kam ukládat, investovat své měsíční úspory a jak naložit s již naspořenou částkou a případně i to, jaké se nabízejí možnosti v případě, že nebudete mít v požadovaném čase k dispozici potřebný finanční obnos. Záběr osobního finančního plánování je však mnohem širší, jeho výsledkem by měla být optimalizace tří oblastí, a to:¹²³

- **portfolia spoření a investování**, neboť splnění vašich cílů vyžaduje často vytvoření dostatečné finanční rezervy. Výsledkem finančního plánování je nalezení takového řešení, které co nejefektivněji akumuluje a rozmnožuje vaše finanční prostředky. Využitím jednotlivých možností finančního trhu je vytvořeno takové portfolio, které co nejlépe vyhovuje vašim požadavkům a potřebám, a to jak z hlediska jeho výnosnosti, tak i likvidity a rizika. Zohledňovány jsou i státní dotace, podpory a daňové prostředí.
- **portfolia cizích zdrojů (půjček a úvěrů)**, neboť v některých případech je nutné, případně i výhodné využít k financování daného cíle cizí zdroje, tj. půjčky a úvěry. Je třeba si uvědomit, že zadlužení samo o sobě nemusí být z pohledu vašich osobních financí vždy špatné. Celková výše vašich půjček a úvěrů by však měla být vždy přiměřeně vysoká vzhledem k objemu vašeho majetku a výši příjmů a podmínky půjček a úvěrů by měly být pro vás výhodné nebo alespoň přijatelné.
- **krytí rizik**, přičemž hledáme takovou cestu, která umožní udržet výdaje na krytí rizik na co nejnižší úrovni, ale zároveň efektivně zajistí veškerá rizika, která ohrožují Váš majetek a příjmy, zejména s ohledem na vymezené cíle. Předmětem krytí by přitom měla být pouze ta rizika, která vážně ohrožují vaši finanční stabilitu. Rozhodujícím kritériem by v tomto případě neměla být četnost výskytu daného rizika, ale spíše průměrná nebo nejvyšší možná míra škody. Důležité v této oblasti je rovněž nepřeceňovat majetková rizika ve srovnání s příjmovými.

Jinak řečeno *součástí finančního plánu* by mělo být zejména:¹²⁴

- ošetření vašich osobních rizik,
- plánování nezávislého penzijního věku,
- plán vzdělání vašich dětí,
- plán investic a
- plán dědictví.

Finanční plánování krok za krokem

Osobní finanční plán je výsledkem osobního finančního plánování. Osobní finanční plánování můžeme obecně rozdělit do pěti základních fází, a sice na:¹²⁵

1. analýzu finanční situace

Na začátku osobního finančního plánování je třeba provést podrobnou analýzu vaší současné finanční situace, tzn. že je nutné zjistit výši a strukturu vašich aktiv (tedy co dnes vlastníte), vašich závazků (co komu dlužíte), vašich příjmů (kolik a jak vyděláváte) a vašich výdajů (za co utrácíte své peníze) a na základě nich vypočítat výši vašich čistých aktiv (aktiva – závazky) a Váš čistý příjem (příjmy – výdaje).

¹²³ SYROVÝ, P.; NOVOTNÝ, M. *Osobní a rodinné finance*. Praha : GRADA Publishing, 2003, str. 10 – 11.

¹²⁴ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Kam s penězi*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 297.

¹²⁵ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Kam s penězi*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 275 – 324; SYROVÝ, P.; NOVOTNÝ, M. *Osobní a rodinné finance*. Praha : GRADA Publishing, 2003, s. 12 – 15.

2. *definici cílů*

Po analýze vaší finanční situace následuje vymezení vašich cílů. Každý cíl by měl být přesně vymezen a jeho dosažení by mělo být měřitelné (např. chcete-li se zajistit na důchod, kolik to pro vás znamená finančních prostředků). Jednotlivým cílům byste měli přiřadit realistický horizont splnění, tj. dobu, kdy chcete daného cíle dosáhnout. Kromě toho je třeba, abyste svým cílům přiřadili určitou prioritu, tzn. že je třeba si ujasnit, které cíle je nutné splnit, které by bylo dobré splnit a v případě kterých se toho zase tolik nestane, pokud se vám některý z nich splní pouze částečně nebo vůbec. V této fázi je rovněž důležité určit, kolik vás bude realizace daného cíle v budoucnosti stát.

3. *vytvoření finančního plánu*

Na základě vymezených cílů a provedené analýzy vaší finanční situace můžete začít vytvářet svůj osobní finanční plán, který představuje návrh řešení a z hlediska struktury je možné ho rozdělit do tří na sebe vzájemně navazujících úrovní. Nejprve by měla být **stabilizována vaše současná životní úroveň**, přičemž na kvalitě provedení této úrovně závisí odolnost celého projektu proti vlivu negativních událostí ve fázi realizace plánu. Pamatovat je třeba na všechna potenciální rizika. V optimálním případě by měla být zajištěna na odpovídající částku, na druhou stranu je však třeba pamatovat na to, že by za tímto účelem mělo být vynakládáno co nejméně vašich finančních prostředků. Počítat je nutné rovněž s tím, že existují rizika, která vyřešit nebudete moci a vám tak nezůstane nic jiného než doufat, že dané riziko nenastane nebo že jeho dopad bude pro vás finančně zvládnutelný. Podcenění této oblasti může vést k vážnému ohrožení dosažení vašich cílů.

Druhou úroveň tvoří **spoření a investování**, tj. postupná akumulace finančních prostředků a jejich zhodnocování prostřednictvím vhodných investičních instrumentů pro budoucí použití. Snahou by samozřejmě mělo být umožnit dosažení stanoveného cíle v požadovaném časovém horizontu. Při volbě investičních instrumentů je třeba zohlednit jejich výnosnost, Váš investiční horizont, likviditu vybraných nástrojů a Váš postoj k riziku.

Třetí úroveň tvoří **úvěrování**, neboť mohou nastat situace, kdy využití cizích zdrojů bude představovat jedinou možnost, jak dosáhnout stanoveného cíle v požadovaném horizontu (příp. může být využití cizích zdrojů výhodnější než použití zdrojů vlastních). Při využití cizích zdrojů však nesmíte zapomenout na to, že tyto zdroje bude třeba v budoucnu splácet, a to bez ohledu na vaši aktuální finanční situaci.

Váš osobní finanční plán by měl být vždy vytvářen tak, aby bylo možné ho v budoucnosti upravovat a přepracovávat podle vašich aktuálních potřeb, příjmů a výdajů, aktuální situace na finančním trhu apod.

Co se týká produktů, měly by být využity takové finanční a pojistné produkty, které budou co nejlépe odpovídat vašim požadavkům a potřebám. Přednostně by při tom měly být využity ty finanční a pojistné produkty, které již máte sjednány.

4. *realizaci finančního plánu*

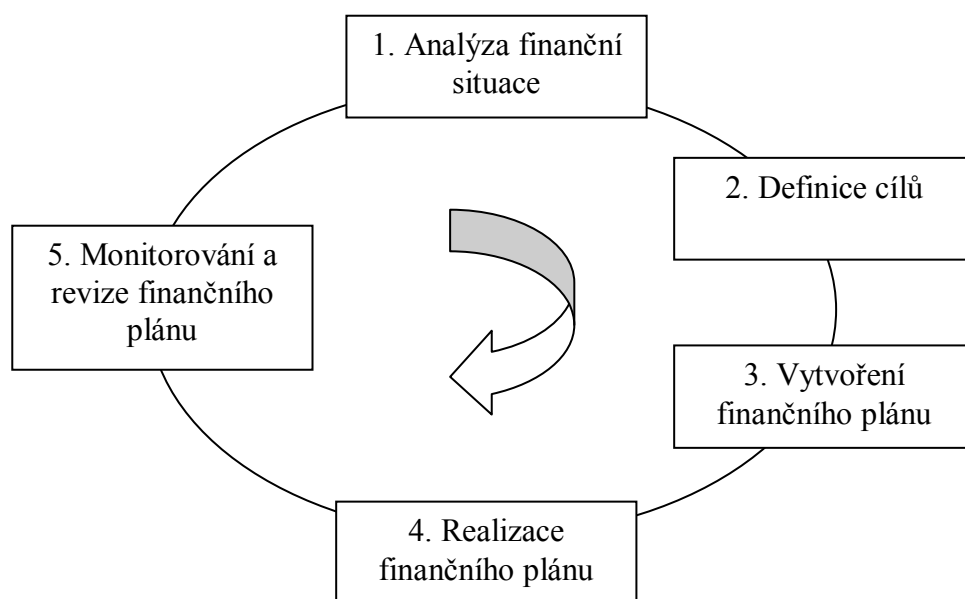
Realizace finančního plánu představuje jeho postupné naplňování. V případě dobrého osobního finančního plánu by to měla být poměrně jednoduchá záležitost. Samotná realizace finančního plánu spočívá v podstatě v tom, že je třeba přesně podle plánu uzavřít smlouvy na vybrané finanční a pojistné produkty a vložit do nich stanovené podíly vašich úspor, nebo na ně pravidelně zasílat určené finanční částky. Postupně si tak budete budovat finanční rezervu pro splnění vašich cílů. V případě využití cizích zdrojů pak budete naopak postupně splácet své závazky.

5. monitorování a revizi finančního plánu

Monitorování a následná revize finančního plánu se časově prolínají s fází realizace. Pravidelně (např. jedenkrát ročně) je třeba kontrolovat, zda nedošlo k nějakým změnám. Např. zda se nezměnily vaše příjmy a výdaje a tím vaše možnost vytvářet úspory, zda dosažená výnosnost u jednotlivých finančních produktů zařazených do vašeho portfolia odpovídá očekávaným výnosům, zda se na finančním trhu neobjevily produkty, které by lépe splňovaly vaše požadavky a potřeby, zda se nezměnily vaše cíle, priority či horizont, v kterém mají být stanovené cíle dosaženy. Jen díky pravidelnému vyhodnocování můžete zjistit, zda jste na správné cestě ke splnění vašich cílů nebo zda z ní uhýbáte. Zjištěné nesrovnalosti pak zpravidla vyžadují změnu vašeho původního finančního plánu, a tak se nám kruh uzavírá, neboť se opět dostáváme na začátek celého plánovacího procesu.

Na následujícím schématu jsou postupně zachyceny jednotlivé fáze osobního finančního plánování a vztahy mezi nimi. Všimněme si, že tyto fáze tvoří uzavřený kruh, čímž se snažíme vyjádřit, že osobní finanční plánování je 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 (ať již v našich přáních a možnostech či např. na finančním trhu) a následně pak v souladu s nimi revidovat již dříve vytvořený osobní finanční plán.

Schéma 15: Finanční plánování krok za krokem



Pramen: upraveno podle FILIP, M. Osobní a rodinné bohatství : Kam s penězi. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 275 – 324, a SYROVÝ, P.; NOVOTNÝ, M. Osobní a rodinné finance. Praha : GRADA Publishing, 2003, s. 12 – 15.

6.4 Investování, investiční strategie a možnosti

Jednou z důležitých součástí každého finančního plánu je investiční plán¹²⁶, který odpovídá na otázky: Jakou cílovou částku bude jednotlivec (rodina) potřebovat ke splnění svých cílů? Je po finanční stránce možné dosáhnout stanovených cílů nebo je nutné je přehodnotit a upravit?

¹²⁶ Připomeňme si, že než se pustíte do samotného investování, měla by být stabilizována vaše současná životní úroveň. Měli byste mít vytvořenou určitou finanční rezervu, ošetřená potenciální rizika.

Kolik by mělo být měsíčně ušetřeno a investováno? A do jakých aktiv a s jakým rizikem má být investováno? apod. 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. Tedy jaký je jejich očekávaný výnos a riziko, jaký je u daného instrumentu doporučený investiční horizont, jaká je jeho likvidita a jak je zdaňován. Na závěr ještě dodejme, že investiční plán, tak jako každý jiný finanční plán, resp. jeho část, by měl být pravidelně monitorován a při změně investičních cílů a omezení by měla být investiční strategie přizpůsobena nové situaci.¹²⁷

Při realizaci investiční strategie je pak třeba učinit dvě klíčová rozhodnutí, a to ohledně alokace aktiv (tzn. do jakých investičních instrumentů se bude investovat a v jakém poměru), a výběru jednotlivých investičních instrumentů.¹²⁸

Investiční strategie a produkty z pohledu investičního horizontu

Z pohledu **investičního horizontu** si můžeme investiční strategie rozdělit na krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé.¹²⁹ Podívejme se nyní na jednotlivé investiční produkty z pohledu těchto strategií.

U **krátkodobých investičních strategií** s investičním horizontem do 3 let nemá investor příliš na výběr. Z důvodu likvidity a při nečekané potřebě získat zpět část svých investovaných finančních prostředků je možné v zásadě vybírat mezi bankovními produkty, jako jsou termínované vklady, spořicí účty, depozitní certifikáty apod., které nabízí vyšší výnos než běžné účty. Dalšími možnostmi jsou pokladniční poukázky (překážkou investování do nich však bývají jejich vysoké nominální hodnoty), peněžní nebo peněžně-dluhopisové fondy, příp. krátkodobé dluhopisy a zajištěné fondy, jejichž splatnost odpovídá stanovenému investičnímu horizontu. Na následujících schématech se podíváme na jednotlivé investiční instrumenty z pohledu velmi krátkodobé investiční strategie s investičním horizontem do 1 roku (schéma 16) a krátkodobé investiční strategie s investičním horizontem od 1 do 3 let (schéma 17).¹³⁰

¹²⁷ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Kam s penězi*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 309, 407 – 409.

¹²⁸ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Kam s penězi*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 453.

¹²⁹ Na tomto místě je vhodné poznamenat, že uvedeně investiční horizonty, podle nichž strategie dělíme na krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé, nejsou jediné možné. V teorii i praxi je možné se setkat s různě dlouhými horizonty, např. investiční horizont u střednědobých investičních strategií může být vymezen od 1 do 3 let, od 3 do 5, příp. do 7 let apod.

¹³⁰ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Jak chytře investovat*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 49.

Schéma 16: Investiční instrumenty a velmi krátkodobá investiční strategie (do 1 roku)

	-	očekávaný výnos odpovídá investičnímu horizontu	+
+			
ochrana reálné hodnoty kapitálu		Krátkodobé dluhopisy Dluhopisové fondy	Termínované vklady Spořicí účty Peněžní fondy
-	Akcie Investiční certifikáty Akciové fondy	Střednědobé a dlouhodobé dluhopisy	Běžné účty

Pramen: upraveno podle FILIP, M. Osobní a rodinné bohatství : Jak chytře investovat. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 49

Na schématu 16 vidíme, že k investičním nástrojům, jejichž očekávaný výnos je úměrný velmi krátkému investičnímu horizontu, patří např. termínované vklady, spořicí účty či peněžní fondy. Z hlediska ochrany reálné hodnoty kapitálu si však tyto nástroje vedou jen průměrně. Jako zcela nevhodné a vysoce spekulativní se při takto krátkém investičním horizontu jeví investování do akcií a akciových fondů. Pokud jde o běžné účty, jejich umístění odráží skutečnost, že se jedná o instrument, který přináší zpravidla záporný reálný výnos. Jak se situace změní v případě prodloužení investičního horizontu na dobu od 1 roku do 3 let, ukazuje schéma 17. Nejlépe jsou v tomto případě hodnoceny investice do krátkodobých dluhopisů a dluhopisových fondů, následované investicemi do zajištěných fondů, strukturovaných dluhopisů a strukturovaných vkladů, které zpravidla přináší o něco nižší výnosy, ale nabízejí ochranu počáteční hodnoty kapitálu proti poklesu. Pro investice do akcií je i tříletý horizont stále poměrně krátký. Všimněte si také zhoršení hodnocení běžných účtů, termínových vkladů, fondů peněžního trhu a podobných investic, jejichž výnos poměrně často nepokrývá ani inflaci.¹³¹

¹³¹ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Jak chytře investovat*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 50.

Schéma 17: Investiční instrumenty a krátkodobá investiční strategie (od 1 do 3 let)¹³²

		očekávaný výnos odpovídá investičnímu horizontu	
	-		+
+ ochrana reálné hodnoty kapitálu		Zajištěné fondy Strukturované dluhopisy Strukturované vklady	Krátkodobé dluhopisy Dluhopisové fondy
	↑	Akcie Investiční certifikáty Akciové fondy	↘
		Střednědobé a dlouhodobé dluhopisy	
-		↑	↙
		Běžné účty Termínované vklady Peněžní fondy	
		←	

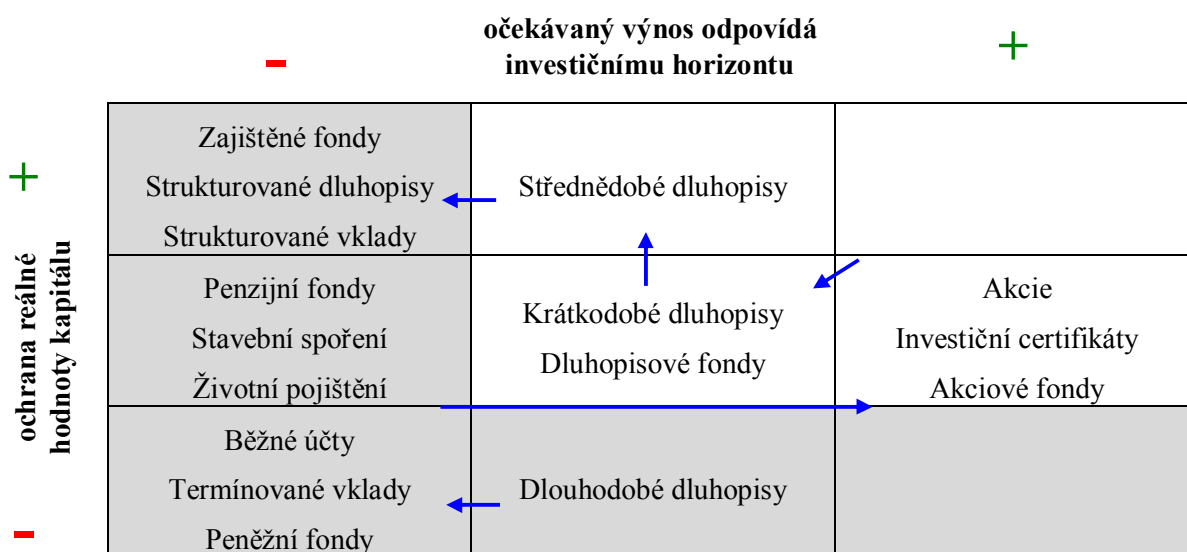
Pramen: upraveno podle FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Jak chytře investovat*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 50

U **střednědobých investičních strategií** s investičním horizontem od 3 do 5 let je třeba sestavit takové portfolio, které „správně“ vyváží požadavky na růst a ochranu reálné hodnoty investovaných finančních prostředků. V těchto portfoliích je tak možné kromě konzervativních nástrojů nalézt i akcie, rizikovější dluhopisy a dynamičtější fondy kolektivního investování, které jsou spojeny s vyšším očekávaným výnosem, ale také rizikem. V případě, že se kapitálové trhy vyvíjí příznivě, umožňují tyto nástroje zvýšit výnosnost portfolia, v opačném případě však mohou významně ohrozit dosažení stanoveného cíle. Následující schéma (schéma 18) hodnotí jednotlivé investiční instrumenty z pohledu střednědobé investiční strategie s investičním horizontem od 3 do 5 let.¹³³

¹³² Šipky na obrázku ukazují přesun investičních instrumentů vzhledem k umístění na předchozím obrázku, tedy u investiční strategie s kratším investičním horizontem.

¹³³ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Jak chytře investovat*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 51.

Schéma 18: Investiční instrumenty a střednědobá investiční strategie (od 3 do 5 let)



Pramen: upraveno podle FILIP, M. Osobní a rodinné bohatství : Jak chytře investovat. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 52

Při pohledu na obrázek zjistíme, že v případě střednědobé investiční strategie se nám nepodařilo najít investiční instrument, který by současně nabízel zajímavé výnosy a ochranu investovaného kapitálu. Akcie sice mohou přinášet zajímavé výnosy, ty však ale mohou i v pětiletém investičním horizontu stále značně kolísat. Střednědobé dluhopisy pak z tohoto pohledu nabízí nejvyšší ochranu reálné hodnoty kapitálu, ale výše jejich výnosů zpravidla neumožňuje jejich lepší hodnocení. Co se týče dlouhodobých dluhopisů, tak jejich dlouhodobý charakter není v souladu se střednědobým investičním horizontem, s čímž je spojeno vyšší riziko poklesu jejich hodnoty v případě nepříznivého vývoje úrokových sazeb. Zajištěné a strukturované produkty byly posunuty do levého horního rohu matice, neboť chrání investovaný kapitál, ale jejich výnosy jsou vzhledem k danému investičnímu horizontu nízké. V investiční matici se nově objevují penzijní fondy, stavební spoření a životní pojištění, což jsou produkty, které jsou schopné poměrně dobře ochránit hodnotu investovaného kapitálu, ale jejich výnosy jsou spíše nižší než průměrné. Na druhou stranu státní podpory, daňové úlevy a další výhody z nich dělají zajímavé nástroje pro investory. „Černým Petrem“ jsou v tomto případě běžné účty, termínované vklady, fondy peněžního trhu a podobné investice, jejichž podprůměrné výnosy zpravidla ani nezajistí uchování reálné hodnoty investovaného kapitálu.¹³⁴

Za dlouhodobou investiční strategii budeme považovat investiční strategii s investičním horizontem delším než 5 let. Jedná se o investiční strategie, u nichž jsou z důvodu jejich dlouhého investičního horizontu doporučovány investice do akcií, resp. využití agresivní růstové strategie (tj. mít v portfoliu co možná nejvyšší zastoupení akcií), které umožňují maximalizovat celkový výnos investice. Schéma 19 hodnotí jednotlivé investiční instrumenty z pohledu dlouhodobé investiční strategie s investičním horizontem delším než 5 let.¹³⁵

¹³⁴ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Jak chytře investovat*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 52 – 53.

¹³⁵ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Jak chytře investovat*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 53.

Schéma 19: Investiční instrumenty a dlouhodobá investiční strategie (nad 5 let)

	-	očekávaný výnos odpovídá investičnímu horizontu	+
+	Zajištěné fondy Strukturované dluhopisy Strukturované vklady	Dlouhodobé dluhopisy	Akcie Investiční certifikáty Akciové fondy Reálné investice
ochrana reálné hodnoty kapitálu	Penzijní fondy Stavební spoření Životní pojištění	Střednědobé dluhopisy Dluhopisové fondy	Hedge fondy Speciální fondy (nemovitosti, deriváty apod.)
-	Krátkodobé dluhopisy Běžné účty Termínované vklady Peněžní fondy		

Pramen: upraveno podle FILIP, M. Osobní a rodinné bohatství : Jak chytře investovat. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 54

Na obrázku si všimněme posunu akcií, investičních certifikátů, akciových fondů a podobných investic do pravého horního rohu, což umožňuje jejich historické výnosy a poměr výnosů a rizika. V naší matici se nově objevily tentokrát hedge fondy a speciální fondy, které lze doporučit pro doplnění portfolia, neboť mohou dosahovat zajímavých výnosů a nabízejí prostor pro další diverzifikaci našeho portfolia. Pokud jde o dluhopisy, doporučit lze především investici do dlouhodobých dluhopisů, které nabízejí sice pouze průměrné výnosy, ale při vysoké ochraně reálné hodnoty kapitálu.¹³⁶

Investiční strategie aktivní a pasivní

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. Na trhu tak hledají podhodnocené cenné papíry či jiná aktiva a ta se snaží ve vhodný okamžik nakoupit do portfolia, resp. nalézt na trhu nadhodnocené cenné papíry či jiná aktiva a ta ve vhodný okamžik prodat z portfolia. Naopak v případě **pasivního investování** kopíruje složení portfolia složení vybraného podkladového indexu (indexy jsou agregátní indikátory, které informují o celkovém vývoji, situaci a náladě na daném finančním trhu). Cílem tak není porazit trh (což by ani nebylo možné), ale dosáhnout stejného výnosu. Zastánci pasivního investování spoléhají na dlouhodobý růstový trend cenných papírů a dalších nástrojů a nesnaží se porazit trh vlastním obchodováním.

¹³⁶ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Jak chytře investovat*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 54.

Podle toho, jak investor orientuje výnosy a příjmy svého portfolia, můžeme **aktivní investiční strategie** rozdělit na:¹³⁷

- **strategii růstovou** – strategie, která se zaměřuje na dlouhodobé zhodnocení kapitálu a jeho maximální růst na finančních trzích v průběhu času. Hodnota vytvořeného portfolia by měla agresivně růst, přičemž je ale možné vysoké kolísání tržní hodnoty portfolia díky dlouhodobému investičnímu horizontu. Největší zastoupení v portfoliu by měly mít akcie (cca 65 – 70 %), následované obligacemi (cca 20 – 25 %), doplněné nástroji peněžního trhu. V případě velmi dlouhého investičního horizontu (např. nad 15 let) můžeme do akcií směřovat až 95 % portfolia, zbylou část by pak z důvodu zajištění likvidity bylo vhodné vložit do nástrojů peněžního trhu.
- **strategii ochrany kapitálu** – strategie, která by měla omezit možnou ztrátu celkové hodnoty investice a současně udržet určitou požadovanou úroveň výnosů (např. alespoň na úrovni inflace, aby byla zachována reálná hodnota v čase). Tuto strategii používají často lidé před důchodem nebo v něm, kteří z investice čerpají doplňkové, menší, pravidelné příjmy, které by měly být jediným zdrojem jejího snižování (pomineme-li inflaci). Oblíbená je tato strategie i u investorů, kteří mají přesně definovaný cíl (např. chtějí za 3 roky koupit větší byt). Pro portfolia tvořená při implementaci této strategie je charakteristické zařazení investičních instrumentů s nižším rizikem, např. obligací a pokladničních poukázek, v menší míře pak akcií velkých společností (zpravidla tzv. blue chips).
- **příjmovou strategii** (strategii pravidelných běžných příjmů) – strategie, jejímž cílem je získat z investice pravidelný „příviv“ hotovosti (např. ke krytí svých životních nákladů, placení školného). Strategie je opět oblíbená u důchodců, kteří z pravidelných výplat hotovosti kryjí část svých výdajů. Portfolio odpovídající této strategii obsahuje především dluhopisy, ale také např. podílové listy a akcie investičních fondů vyplácejících dividendy a akcie velkých společností se stabilní dividendovou politikou.
- **strategii orientace na celkový výnos** – strategie, která je ve své podstatě kombinací strategie růstové a příjmové, tzn. že současně sleduje cíl růstu hodnoty kapitálu a růstu běžných příjmů z investice.

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 jsme si definovali jako nebezpečí, že se skutečná výnosová míra investičního instrumentu odchýlí od výnosové míry očekávané¹³⁸. V reálném životě je možné se při investování setkat s celou řadou různých finančních rizik¹³⁹, k základním z nich patří:¹⁴⁰

- **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**

¹³⁷ FILIP, M. *Osobní a rodinné bohatství : Jak chytře investovat*. Praha : C. H. Beck, 2006, s. 61 – 65.

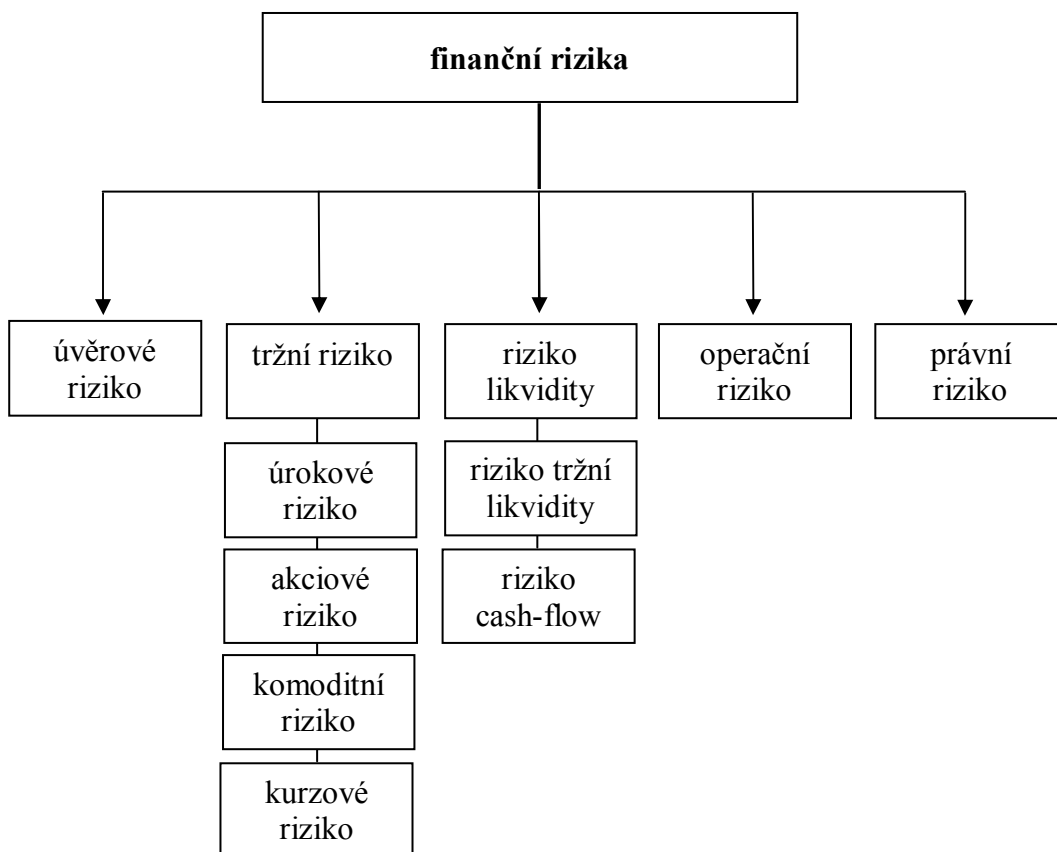
¹³⁸ V zásadě ať již v pozitivním slova smyslu či negativním.

¹³⁹ Podrobně se této problematice věnuje např. JÍLEK, J. *Finanční rizika*. Praha : Grada, 2000.

¹⁴⁰ JÍLEK, J. *Finanční trhy*. Praha : Grada Publishing, 1997, s. 65 – 66.

- **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.

Schéma 20: Základní druhy finančních rizik



Pramen: upraveno podle JÍLEK, J. Finanční trhy. Praha : Grada Publishing, 1997, s. 65

6.6 Základní investiční zásady, pravidla a doporučení

At' již se rozhodnete vložit své finanční prostředky do jakéhokoliv investičního nástroje, měli byste vždy dodržovat základní investiční zásady a pravidla.¹⁴¹

- *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.

¹⁴¹ Finance.cz: Základní pravidla: Investiční zásady. Dostupné na: <<http://www.finance.cz/kapitalovy-trh/informace/investovani/zasady/>>.

- *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 (formulovaná již Komisí pro cenné papíry), která upozorňují i na další potenciální problémy spojené s investováním:¹⁴²

- Nejednejte s firmou, která nemá patřičné povolení¹⁴³.
- Nekupujte cenné papíry¹⁴⁴ v nevyžádané poště nebo po telefonu neznámým volajícím, ani se k tomu nenechte přemluvit.
- 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.

6.7 Finanční investování v ČR a ve světě

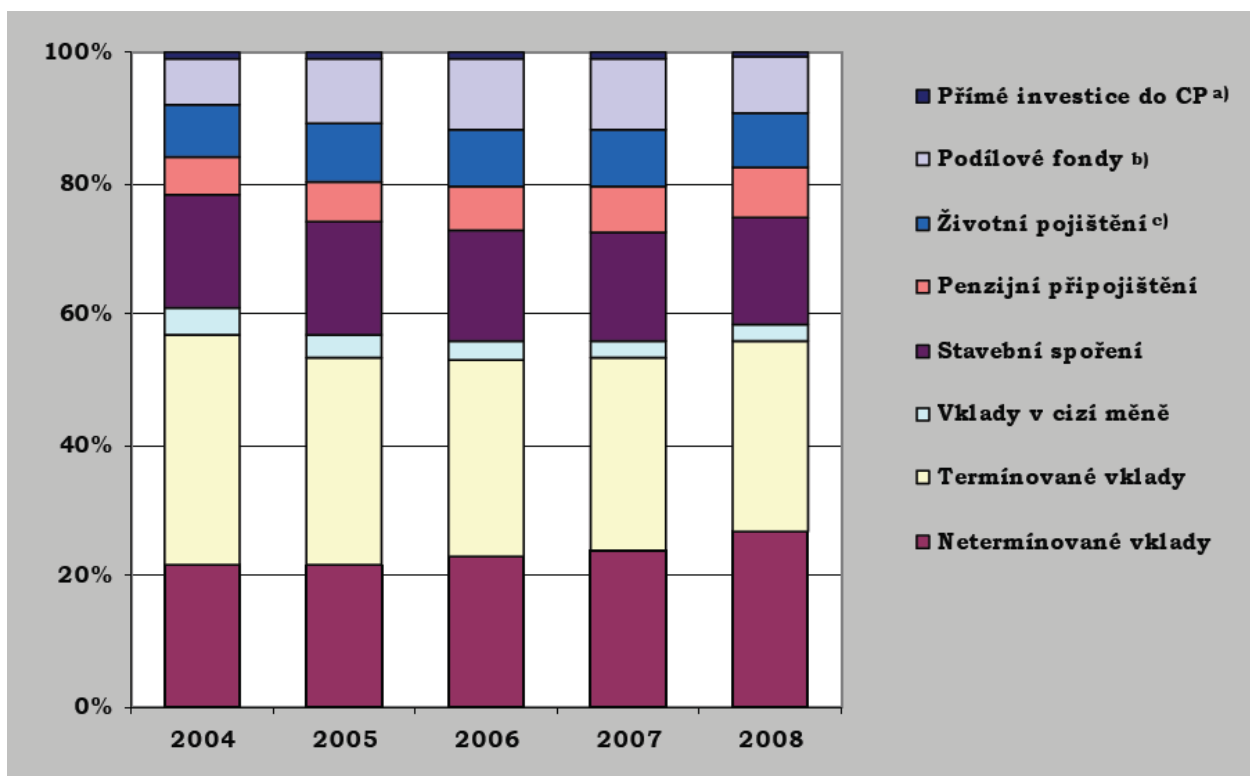
Na závěr této kapitoly se ještě podívejme na finanční investování v České republice. Na schématu 21 je znázorněn vývoj struktury úspor obyvatelstva v České republice od roku 2004 do roku 2008.

¹⁴² Česká národní banka: Umění investovat. Dostupné na: <http://www.cnb.cz/export/CZ/Publikace_zpravy_a_vestnik/Publikace.page>, s. 23.

¹⁴³ Původně od Komise pro cenné papíry, dnes od České národní banky.

¹⁴⁴ Můžeme doplnit, že ani jiné investiční instrumenty.

Schéma 21: Vývoj struktury úspor obyvatelstva v České republice



Pramen: Ministerstvo financí České republiky: Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2008, s. 8.
Dostupné na: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/2008_Vytah_Rocni_zprava_o_FT_pdf.pdf>

7 PODNIKOVÉ FINANCE

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.¹⁴⁵

V této kapitole se budeme zabývat finančním řízením podniku, jeho majetkovou a finanční strukturou a otázkami optimalizace finanční struktury podniku. Na úvod si definujeme cíle a principy podnikových financí.

7.1 Cíle a principy podnikových financí

Definice 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.“¹⁴⁶ 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“).¹⁴⁷ 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

¹⁴⁵ Viz PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha : Linde nakladatelství, 2005, s. 11.

¹⁴⁶ Cit: VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 1999, s. 14.

¹⁴⁷ Cit: VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 1999, s. 13.

prostředky, podnikový kapitál i finanční zdroje. Na druhé straně dochází k jejich rozdělování a užití (investování).

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.¹⁴⁸

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...).
- 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.

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,

¹⁴⁸ VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 1999, s. 14.

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

Finanční řízení podniku je však daleko obsáhlejší a zabývá se těmito činnostmi:¹⁴⁹

- *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.¹⁵⁰ 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 z investice a diskontovanými kapitálovými výdaji na investici (tudíž respektuje faktor času).

¹⁴⁹ VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 1999, s. 22.

¹⁵⁰ VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 1999, s. 20, nebo PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha : Linde nakladatelství, 2005, s. 173.

- *respektování 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. Využívají se při něm sofistikované matematicko-statistické modely a odhady. Výsledkem je následná diversifikace podnikatelských aktivit a investic, pojišťování rizik, tvorba rezervních fondů apod.

Finanční řízení podniku má za úkol řídit strukturu a změny struktury aktiv a pasiv tak, aby tyto změny vždy směřovaly k dosahování stanovených cílů. Kromě vnitřních potřeb podniku a jeho cílů ovlivňují finanční řízení taky vnější (externí) vlivy. Mezi externí vlivy patří konkurenční prostředí, všeobecné tendence vývoje trhů, hospodářský cyklus, vývoj daňového systému a daňové zátěže podniků, úrokové sazby v ekonomice, míra inflace, kurzy devizového trhu apod.

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.¹⁵¹ Pokud se podíváme na stranu aktiv rozvahy, vidíme, že majetek podniku lze dělit z hlediska doby využití na dlouhodobý a krátkodobý.

- ***Stálá (dlouhodobá aktiva)***
 - 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.
- ***Oběžná aktiva***
 - 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 – pokladni 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.

¹⁵¹ SEDLÁČEK, J. *Základy finančního účetnictví*. Praha : Ekopress, 2005, s. 29.

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.

Rozvinutost peněžního a kapitálového trhu ovlivňuje investiční možnosti podniku. Pokud jsou tyto možnosti nízkou rozvinutostí finančních trhů omezeny, bude se podnik snažit umístit své volné finanční prostředky do dalších podnikatelských projektů nebo je držet v hotovosti (což mu ale nepřinese žádný zisk).

Dlouhodobý finanční majetek zahrnuje nakoupené cenné papíry s dobou splatnosti delší než jeden rok (akcie, obligace, vkladové listy), půjčky poskytnuté jiným subjektům, ale také 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 (ukázkovým příkladem těchto snah je mocenský boj mezi koncerny Volkswagen a Porsche) a současně zabezpečení likvidity podniku.

Finanční struktura podniku

Finanční struktura podniku představuje strukturu podnikového kapitálu, ze kterého je financován jeho majetek.¹⁵² 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 zdroje**
 - 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.

¹⁵² VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 1999, s. 77.

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**

Tabulka 10: Rozvaha podniku

AKTIVA	PASIVA
Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	
DLOUHODOBÝ MAJETEK Dlouhodobý nehmotný majetek Dlouhodobý hmotný majetek Dlouhodobý finanční majetek	VLASTNÍ KAPITÁL Základní kapitál Kapitálové fondy Fondy ze zisku Výsledek hospodaření z minulých let Výsledek hospodaření běžného období
OBĚŽNÁ AKTIVA Zásoby Pohledávky Krátkodobý finanční majetek Peněžní prostředky	CIZÍ ZDROJE Rezervy Závazky dlouhodobé Závazky krátkodobé Bankovní úvěry a výpomoci
Časové rozlišení	Časové rozlišení
AKTIVA CELKEM	PASIVA CELKEM

Pramen: Hýblová, E. Dokumentový server ESF na IS.

Vztah majtkové a finanční struktury podniku

Pro udržení finanční stability podniku je nutné dát do souladu finanční a majtkovou 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 kryt 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.¹⁵³

Přístupy k financování:

Neutrální strategie: Dlouhodobý majetek a trvale přítomný oběžný majetek je financován dlouhodobým kapitálem, pohyblivá část oběžného majetku je financována krátkodobým kapitálem.

¹⁵³ PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha : Linde nakladatelství, 2005, s. 176 – 177.

Schéma 22: Neutrální strategie

<i>Dlouhodobý majetek</i>	<i>Vlastní kapitál</i>
Oběžný majetek trvale přítomný	Cizí zdroje dlouhodobé
Oběžný majetek pohyblivá část	Cizí zdroje krátkodobé

Pramen: vlastní vyobrazení

Konzervativní strategie: Vyznačuje se vyšším použitím dlouhodobých finančních zdrojů, kdy se financuje těmito zdroji i přechodná část oběžného majetku. To však přináší vyšší náklady na financování.

Schéma 23: Konzervativní strategie

<i>Dlouhodobý majetek</i>	<i>Vlastní kapitál</i>
Oběžný majetek trvale přítomný	Cizí zdroje dlouhodobé
Oběžný majetek pohyblivá část	Cizí zdroje krátkodobé

Pramen: vlastní vyobrazení

Agresivní strategie: Krátkodobými zdroji je financována i část trvale přítomného oběžného majetku, případně také dlouhodobý majetek podniku. Nižší náklady financování jsou však v tomto případě doprovázeny vyšším rizikem platební neschopnosti.

Schéma 24: Konzervativní strategie

<i>Dlouhodobý majetek</i>	<i>Vlastní kapitál</i>
Oběžný majetek trvale přítomný	Cizí zdroje dlouhodobé
Oběžný majetek Pohyblivá část	Cizí zdroje krátkodobé

Pramen: vlastní vyobrazení

Konzervativní strategie je pro podnik bezpečnější, ale dlouhodobý kapitál je nákladnější. Naproti tomu agresivní strategie je pro podnik méně nákladná, protože k financování podniku využívá ve velké míře levnější krátkodobý kapitál. Ale je taky riskantnější, protože může dojít k výpadku krátkodobého kapitálu (neposkytnutí dalšího revolvingového úvěru v důsledku krize) a tím dojde k narušení likvidity podniku.

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.¹⁵⁴

Cenou za cizí kapitál je:

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

Cenou za vlastní kapitál jsou vyplácené *dividendy* (u akciových společnostech) 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.

K nejběžnějším ukazatelům zadluženosti patří **ukazatel celkové zadluženosti** (poměr cizího kapitálu vůči celkovému majetku):

$$\text{Celková}_{\text{zadluženost}} = \frac{\sum \text{cizí}_{\text{zdroje}}}{\sum \text{celková}_{\text{aktiva}}}$$

Samozřejmě, čím vyšší je tento ukazatel, tím vyšší je i riziko a tím vyšší jsou náklady cizího kapitálu.

V konečném důsledku lze říci, že podniky s bezpečnými hmotnými aktivy a velkým zdanitelným ziskem mohou mít relativně vysokou zadluženost. Podniky s nízkým ziskem a s rizikovými nehmotnými aktivy by se měly spoléhat hlavně na financování vlastními zdroji.¹⁵⁵

¹⁵⁴ VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 1999, s. 79.

¹⁵⁵ PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha : Linde nakladatelství, 2005, s. 178.

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.

V současné době je preferována tzv. teorie U-křivky. V současnosti je obtížné vyjádřit v běžné praxi matematický vztah mezi složením kapitálu a jeho průměrnými náklady. Důvodem je to, že podniky mají různou strukturu kapitálu, různou strukturu aktiv a věřitelé (banky) uplatňují při stanovování úroků za poskytnuté úvěry individuální přístup. To znamená, že dva podniky se stejnou finanční strukturou mohou mít průměrné náklady kapitálu rozdílné. Pro názornou ukázkou můžeme použít následující tabulku a graf:

Tabulka 11: Vliv zadluženosti na náklady kapitálu

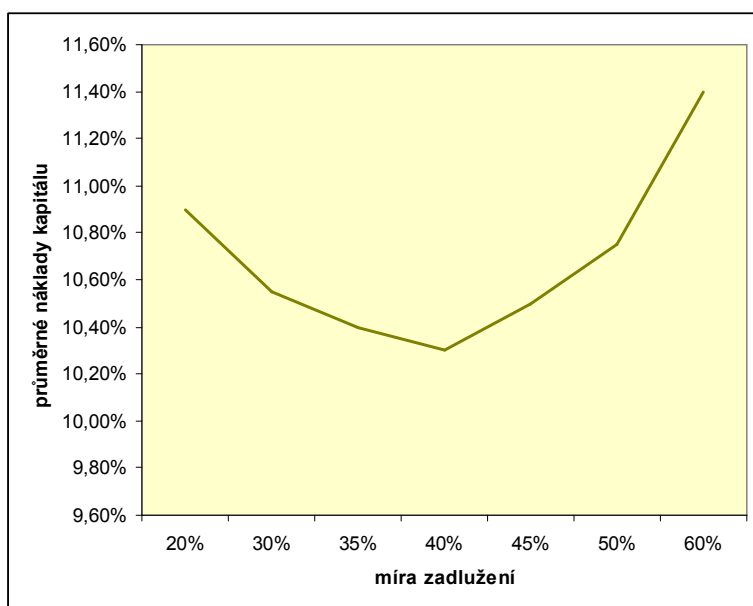
varianta zadluženosti	podíl kapitálu na celkovém kapitálu	náklady kapitálu	průměrné náklady kapitálu
nízká zadluženost			
dluh	20%	6,5%	
vlastní kapitál	80%	12%	10,9%
zvýšená zadluženost			
dluh	40%	7%	
vlastní kapitál	60%	12,5%	10,3%
vysoká zadluženost			
dluh	60%	9%	
vlastní kapitál	40%	15%	11,4%

Pramen: VALACH, J. Finanční řízení podniku. 2. vyd. Praha : Ekopress, 1999, s. 80.

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

Z tabulky je patrné, že průměrné náklady 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 grafu:

Schéma 25: Vliv zadluženosti na náklady kapitálu



Pramen: upraveno podle VALACH, J. Finanční řízení podniku. 2. vyd. Praha : Ekopress, 1999, s. 80.

Jak je z grafu patrné, nejnižší průměrné náklady celkového kapitálu dosáhne podnik u varianty B, tedy při zvýšené zadluženosti. *Křivka průměrných nákladů celkového kapitálu je právě zmiňovaná U-křivka.* 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 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).

8 MEZINÁRODNÍ FINANCE

8.1 Cíle a principy mezinárodních financí

Různé formy mezinárodní spolupráce a mezinárodní dělby práce mají v podmínkách existence peněz a peněžního hospodářství svou peněžní stránku. Tato peněžní stránka se v jednotlivých transakcích a operacích mezinárodní spolupráce realizuje působením peněz v jejich funkcích míry hodnoty, oběživa, platidla a pokladu (resp. akumulace a úspor). Jako míra hodnoty a měřítko cen umožňují peníze kvantifikaci národní práce vynaložené na výrobu exportovaných produktů a do zahraničí poskytovaných služeb. Vzájemná relace mezi dvěma národními měřítky cen může být základem devizového kurzu, který umožňuje převod zahraničních cen importovaných produktů a služeb na vnitřní měnové jednotky. Peníze ve funkci oběživa nacházejí své uplatnění v procesu směny realizované na základě koupě a prodeje, a to tehdy, dochází-li při dané směnné transakci k bezprostřednímu předání peněžního a zbožího ekvivalentu. Konkrétní využití této funkce vede k tomu, že peněžní vztahy zde dostávají podobu hotovostního promptního placení. Naproti tomu při úvěrovém placení (ať již ex ante či ex post) nedochází k bezprostřední výměně peněžního a zbožího ekvivalentu, peníze vystupují jako platidlo a proces směny se realizuje mezi dlužníkem a věřitelem. Tato forma peněžních vztahů v mezinárodních financích převažuje, neboť mezi dodavatelem zboží, event. peněžních fondů a jejich odběratelem je zpravidla značná teritoriální odlehlost, která si vynucuje časové oddělení momentu koupě od momentu úhrady. Funkce pokladu resp. akumulace pak umožňuje využít peněžních vztahů k tvorbě a využití rezervních fondů mezinárodních platebních prostředků.

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 právníckými 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.

Definice mezinárodních financí

„*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.¹⁵⁶

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 právnícké osoby, které podle příslušných právních opatření mají statut tuzemských organizací (se sídlem na území daného státu). Jako *devizové cizozemce* (resp. rezidenty cizích zemí)

¹⁵⁶ JANKOVSKÁ, A.; SPONER, M. *Mezinárodní finance*. Brno : Masarykova univerzita, 1999, s. 10.

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. K tomu musí být systém mezinárodních peněžních vztahů patřičně vybaven. Současná situace tak zdaleka neodpovídá období, kdy k nástrojům mezinárodních financí patřily převážně plnohodnotné mince či směnky znějící na cizí měnu a kdy základní institucí mezinárodních financí byla instituce mezinárodních směnárníků. S postupným rozvojem mezinárodních peněžních vztahů se snižovala úloha drahého kovu a dále se rozvíjela instrumentální i institucionální stránka mezinárodních peněžních vztahů, čímž docházelo k formování samostatné disciplíny mezinárodních financí.

8.2 Platební bilance

Ke správné orientaci v problematice platební bilance je nezbytné nejdříve objasnit některé pojmy. Vymezit je nutné především pojem platba a další pojmy na platby navazující (jako jsou například platební prostředky).

Platba ve své ekonomické podstatě představuje přesun platebních prostředků na vyrovnání pohledávky nebo závazku vyplývajících z různých motivů. Souvisí tedy s realizační fází peněžního vztahu. Z hlediska mezinárodního platebního styku i z hlediska platební bilance je pro platbu charakteristické, že jde o přesun platebního prostředku (hotovostního i bezhotovostního) buď z devizové ciziny do vnitřního peněžního oběhu, nebo naopak z vnitřního peněžního oběhu do devizové ciziny. Může se například jednat o přesun platebních prostředků z jedné země do druhé, z jednoho peněžního ústavu do druhého, případně z jednoho účtu na jiný ve stejném peněžním ústavu v cizí zemi.

Každá platba má vždy vliv na platební bilanci příslušné země. Platby mohou mít buď podobu inkasa z ciziny, nebo úhrady do ciziny. Při inkasu z cizí země se jedná o příliv platebních prostředků do domácí země (země sestavující platební bilanci), případně o příliv platebních prostředků takovým způsobem, že sice zůstávají v cizí zemi, ale přecházejí do vlastnictví, resp. dispoziční pravomoci fyzických či právnických osob, případně jiných institucí nebo orgánů dané země. Při úhradách jde naopak o přesun platebních prostředků z mateřské země do zahraničí, nebo případně o jejich převod v zahraničí, v případě, že přešly z vlastnictví, resp. dispoziční pravomoci domácích subjektů na subjekty zahraniční.

Převážná část **mezinárodních plateb** se uskutečňuje na úvěrovém základě, kdy peníze vystupují ve funkci platidla. Pouze menší část mezinárodních plateb má charakter promptních inkas a úhrad, při kterých peníze vystupují ve funkci oběživa. Z tohoto hlediska inkasa ze zahraničí a úhrady do zahraničí vyvolávají vznik, zvýšení, snížení a zánik pohledávek a závazků v zahraničí.

Spojení mezi pohledávkami a závazky a mezi inkasy a úhradami je tedy převážně založené na úvěrových vztazích, které vznikají mezi věřitelem a dlužníkem. Vznik zahraniční pohledávky tak například pro jeden subjekt (věřitele) znamená současně vznik zahraničního závazku pro jiný subjekt (dlužníka), a naopak snížení zahraniční pohledávky u věřitele je současně snížením zahraničního závazku dlužníka.

Zahraniční inkasa a úhrady převážně navazují na operace vyplývající z mezinárodního pohybu zboží, přičemž pohyb zboží může předcházet pohybu peněžních prostředků (například při dovozu nebo vývozu zboží na obchodní úvěr, kdy se vzniklé pohledávky inkasují později a vzniklé závazky se hradí později), nebo naopak může za pohybem peněžních prostředků

následovat (např. při dovozu velkých investičních celků je část nákladů hrazena zpravidla předem v podobě záloh dodavatelům).

Pohyb peněžních prostředků z jedné země do druhé však nemusí vždy vyplývat pouze z mezinárodního pohybu zboží (různé druhy bankovních a jiných finančních úvěrů, převod úspor apod.) a souviset s ním.

Na základě *ekonomické podstaty mezinárodních plateb* je možné rozlišit dvě základní kategorie plateb, obchodní platby a neobchodní platby. *Obchodní platby* představují vyrovnávání pohledávek a závazků, případně i jiné přesuny platebních prostředků souvisejících s operacemi zahraničního obchodu (tzn. s dovozem, resp. vývozem zboží a služeb). *Neobchodní platby* představují rozmanitou kategorii plateb, které nesouvisí s operacemi zahraničního obchodu. Jde o různé platby vyplývající z neobchodních styků se zahraničím (například kulturní, vědecké, diplomatické, sportovní a jiné), dále z různých majetkoprávních transakcí, z pohybu osob za prací, cestovního ruchu, případně jiných motivů. Zvláštní skupinu neobchodních plateb představují specifické bankovní operace, zejména konverze, arbitráže, swapové operace apod.

Za *platební prostředky* považujeme devizy, valuty a zlato. Toto pořadí odpovídá současnému významu a četnosti používání zmíněných platebních prostředků. Pokud hovoříme o *devizách*, máme na mysli bezhotovostní prostředky, tzn. především depozita denominovaná v cizích měnách, a dále směnky, šeky vystavené na cizí měnu. Devizy tedy svojí povahou řadíme do bezhotovostního mezinárodního peněžního oběhu. V konkrétních případech mohou devizy vstupovat do hotovostního peněžního oběhu, a to buď výměnou za valuty, případně za jednotky domácí národní měny. *Valutami* rozumíme hotovostní prostředky, tj. bankovky, státopvky a všechny druhy mincí obíhajících v cizích zemích, tedy mimo hranice mateřské země. Z hlediska objemu obchodů je trh s valutami ve srovnání s trhem deviz zanedbatelný. Používání zlata v mezinárodních platbách podléhá v jednotlivých zemích rozdílné právní úpravě. Všeobecně však dochází k odklonu od jeho používání v mezinárodních platbách.¹⁵⁷

Vymezení pojmu platební bilance

Platební bilance patří mezi běžně používané ekonomické pojmy, se kterými se často setkává i laická veřejnost. Výraz platební bilance je však často různě interpretován.

Věcný obsah pojmu platební bilance je možné vymezit dvojím způsobem:

- platební bilance tzv. v „užším smyslu“, někdy nazývanou jako *devizová (prostá) platební bilance*,
- platební bilance tzv. v „širším smyslu“, označovanou jako *ekonomická platební bilance*.

Devizová (prostá) platební bilance je definována jako systematický přehled devizových inkas a úhrad, které byly uskutečněny mezi devizovými tuzemci (rezidenty) a devizovými cizozemci (nerezidenty) za určité zvolené období (zpravidla jeden rok).

Devizová inkasa jsou devizovými tuzemci obdrženy devizové platby od devizových cizozemců. Motivy a techniky devizových inkas mohou být různorodé (například vývoz zboží a služeb, příjmy z kapitálových operací, příjmy z placení alimentů atd.). Devizovými úhradami analogicky rozumíme devizovými tuzemci provedené devizové platby ve prospěch devizových cizozemců. Jejich motivy jsou stejné jako u devizových inkas a souvisí tedy s pohybem zboží, služeb a kapitálu.

¹⁵⁷ Více se vymezením základních pojmů souvisejících s problematikou platební bilance zabývá JANKOVSKÁ, A. *Mezinárodní financie*. Bratislava : Elita, 1997, s. 5 – 8.

Vymezení platební bilance v podobě devizové (prosté) bilance patří k historicky staršímu a současně k nejužšímu možnému pojetí statistického záznamu vnějších ekonomických vztahů dané země. Takto úzce chápáná platební bilance nevyhovuje potřebám národohospodářské analýzy, neboť se zaměřuje na podchycení pouze čistých devizových toků mezi domácí ekonomikou a zahraničím a poskytuje tak pouze omezené informace o vývoji vnějších ekonomických vztahů, protože zachycuje pouze část ekonomických transakcí.

Proti tomuto vymezení platební bilance lze mít následující výhrady:

1. Inkasa a úhrady mezi devizovými tuzemci a cizozemci neprobíhají pouze v devizách, ale jsou rovněž uskutečňovány v domácích měnách. Zjednodušené chápání platební bilance jako prosté devizové bilance by mohlo vyhovovat pouze u zemí s nesměnitelnou národní měnou. V případě zemí s volně směnitelnou národní měnou musí platební bilance zachycovat veškerá zahraniční inkasa a úhrady bez ohledu na to, v jaké měně jsou uskutečňovány (např. v případě USA je přibližně 90 % veškerých plateb realizováno prostřednictvím amerických dolarů).
2. Devizová platební bilance zachycuje obrat zboží a služeb ve chvíli, kdy dochází k provedení devizového inkasa nebo devizové úhrady, což znamená, že nerespektuje možnost využití obchodního úvěru.
3. Devizová platební bilance nezachycuje celou řadu ekonomických transakcí, které mají velký význam pro celkový národohospodářský pohled. Mimo její záznam zůstávají například některé hmotné toky, které nejsou bezprostředně ani v budoucnu následovány peněžními toky. Patří sem například veškeré hmotné transfery, věcné dary a hospodářské pomoci, barterové obchody (naturální směna zboží za zboží) a zejména reálné investice (například vývoz kapitálu v podobě strojního zařízení).

Z výše uvedené kritiky vychází novější chápání platební bilance rozšířené o zmiňované položky. V současném pojetí tedy 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).***¹⁵⁸

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. Například při vývozu zboží ze země je jednou stranou transakce odeslání zboží (vyjádřeno odpovídající částkou v domácí nebo cizí měně) a druhou stránkou této transakce je odpovídající pohledávka nebo uskutečněná platba. Vlastní vývoz je kreditní položkou a odpovídající platba pohledávky je debetní položkou. I když teoreticky má každá transakce dvě stránky, prakticky je registrována

¹⁵⁸ JANKOVSKÁ, A.; SPONER, M. *Mezinárodní finance*. Brno : Masarykova univerzita, 1999, s. 16.

pouze jedna strana transakce (s fyzickým pohybem) a netto změny v aktivech a závazcích. Vzhledem k tomu, že úplné účetní informace nejsou k dispozici o všech transakcích, je nutné některé položky odhadovat. Jsou uvedeny v rubrice „chyby a opomenutí“ a to tak, aby souhrn kreditních položek byl roven součtu položek debetních, a celkový zůstatek (saldo) platební bilance tak byl roven nule.

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 bilance¹⁵⁹

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*)

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*)

Hlavní účty v platební bilanci

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. Z hlediska časového je zboží

¹⁵⁹ 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.

nejčastěji podchycováno v době svého přechodu přes hranice nebo případně dnem převodu vlastnictví z exportéra na importéra. Z hlediska cenového je nutné vyvarovat se zejména nebezpečí statistických duplicit v podobě dvojího zachycení služeb (zejména dopravních, skladovacích a pojistných nákladů) v ceně zboží a zároveň v položce služby. Z tohoto důvodu se nejčastěji využívá tzv. cena celní hranice dodavatele, která neobsahuje výše zmíněné náklady spojené s pohybem zboží v zahraničí.

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. Např. USA mají položku jednostranných plateb tradičně zápornou, a to především díky rozsahu hospodářské pomoci, kterou poskytují do zahraničí. Výjimkou v tomto směru byl rok 1991, kdy položka jednostranných plateb v platební bilanci USA skončila aktivem ve výši cca 8 mld. USD. Spojené státy totiž v tomto roce obdržely od partnerů operace „Pouštní bouře“ okolo 26 mld. USD a rok 1991 tak skončil v této položce pro americkou platební bilanci netradičně.

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. V této položce jsou zahrnuty i některé kapitálové operace centrální banky, které nejsou zachyceny v položce devizové

rezervy. Krátkodobé investice jsou investice se splatností kratší jednoho roku (krátkodobé obchodní úvěry, pohyb krátkodobých depozit, prodej a nákup krátkodobých cenných papírů, krátkodobé bankovní úvěry, obchod s devizami 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. Problém měření mezinárodního pohybu kapitálu je navíc vysoce koncentrovaný, neboť zhruba 85 % mezinárodního pohybu kapitálu se týká pouze deseti zemí, resp. 90 % mezinárodního pohybu kapitálu se týká patnácti zemí světa.

Součet sald běžného, kapitálového a finančního účtu, plus položka chyb a opomenutí, je často nazýván **všeobecnou bilancí mezinárodních plateb**. Mluví-li se bez dalšího upřesnění o přebytku či schodku platební bilance, jde většinou o zůstatek takto definované všeobecné bilance mezinárodních plateb. Pozitivní saldo této bilance je kompenzováno nárůstem devizových rezerv, negativní saldo naopak jejich úbytkem.

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.*¹⁶⁰

Tabulka 12: 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

Pramen: vlastní vyobrazení

Z tabulky je zřejmé, že za kreditní je považována každá transakce, která znamená výplatu peněz zahraničním subjektem subjektu v České republice. Naopak debetní položkou je každá transakce, která znamená výplatu peněz rezidentem České republiky zahraničnímu subjektu. Z uvedeného vyplývá, že jednotícím kritériem pro rozdělení položek na kreditní a debetní je skutečně vztah příslušné operace k devizové nabídce či poptávce. Není tedy rozhodující, zda se jedná o export či import nebo zda dochází k růstu či snížení zahraničního zadlužení. Export zboží a import kapitálu mohou proto vystupovat společně na kreditní straně, protože působí ve směru zvýšení nabídky deviz. Znaménka označující kreditní a debetní operace tudíž nemají nic společného s hodnocením, zda daná transakce byla z ekonomického hlediska „dobrá“ nebo „špatná“. Například investice úspěšné české firmy do zahraničních cenných papírů se tak promítne jako debetní operace, zatímco čerpání úvěru české firmy od zahraniční banky bude zanesena jako kreditní operace.

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.

¹⁶⁰ JANKOVSKÁ, A.; SPONER, M. *Mezinárodní finance*. Brno : Masarykova univerzita, 1999, s. 21.

Tabulka 13: 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	

Pramen: 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 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. Uveďme 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* (znehodnocení) 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*¹⁶¹.

Devizové kurzy *nesměnitelných měn* se netvoří na devizovém trhu. Vyjadřují se administrativně jako „ceny“ deviz, nejčastěji metodou parity kupní síly¹⁶². 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),

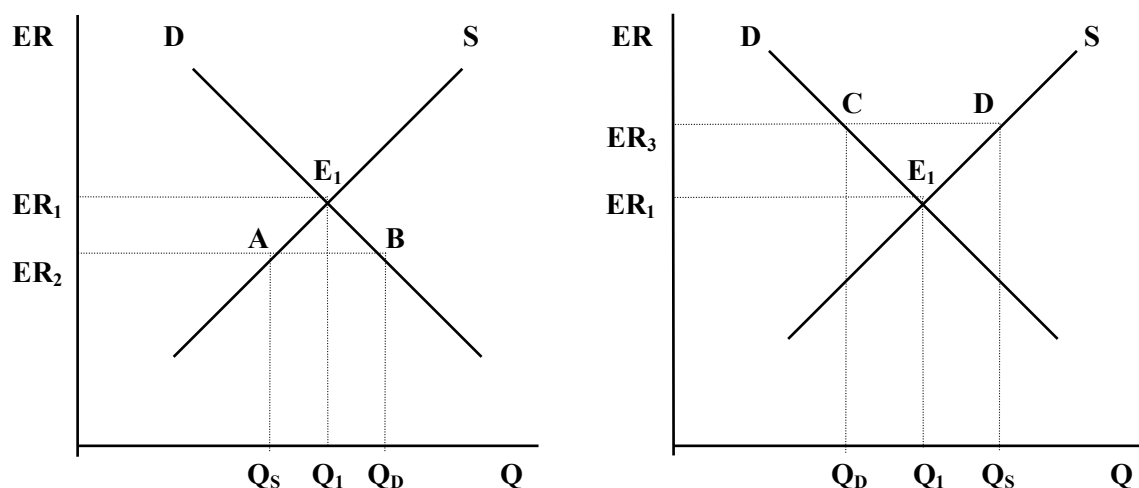
¹⁶¹ Devalvace je oficiální snížení měnového kurzu jedné měny vůči ostatním měnám, revalvace je opak, tedy oficiální zvýšení měnového kurzu jedné měny vůči ostatním měnám.

¹⁶² 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.

- s mezinárodním pohybem peněz (především intervencemi centrálních bank na devizových trzích, převody dědictví, penzí, honorářů apod.).

V reálném světě devizových vztahů nelze vliv těchto jednotlivých faktorů od sebe oddělit. Vztahy mezi celkovou devizovou poptávkou a nabídkou tak v podstatě odrážejí celkovou situaci v platební bilanci. Její aktivní saldo podporuje tendenci devizového kurzu k apreciaci, její pasivní saldo podporuje naopak tendenci devizového kurzu k depreciační. Obě uvedené situace ilustruje následující obrázek:

Schéma 26: Saldo platební bilance a tendence devizového kurzu k apreciaci a depreciační



Při kurzu ER_2 existuje pasivní saldo PB v rozsahu AB. Na devizovém trhu existuje převis poptávky po devizách nad nabídkou deviz ($Q_D > Q_S$) a devizový kurz má tendenci k depreciační.

Při kurzu ER_3 existuje aktivní saldo PB v rozsahu CD. Na devizovém trhu existuje převis nabídky deviz nad poptávkou po devizách ($Q_S > Q_D$) a devizový kurz má tendenci k apreciaci.

Pramen: vlastní vyobrazení

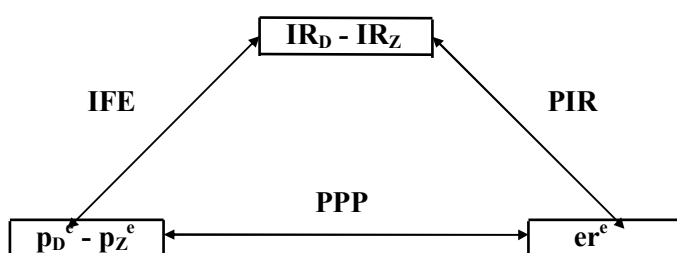
Teoreticky bychom mohli oscilaci devizového kurzu znázornit sinusoidou, kde pravidelné střídání fáze apreciace a depreciační odpovídá pravidelnému střídání aktivního a pasivního salda platební bilance. Takový průběh oscilace devizového kurzu by však zřejmě mohl odpovídat nanejvýš období zlatého standardu, kdy existoval zcela volný pohyb zboží i zlata mezi zeměmi a fungovala neomezená směnitelnost za zlato. V dnešní době postrádají změny devizových kurzů plynulost pohybu charakteristického pro sinusoidu, naopak často se jedná o změny velice ostré.¹⁶³

Inflační a úrokový diferencál

Vzájemné vztahy mezi inflací, úrokovou mírou a devizovým kurzem ukazuje následující schéma:

¹⁶³ JANKOVSKÁ, A.; SPONER, M. *Mezinárodní finance*. Brno : Masarykova univerzita, 1999, s. 47.

Schéma 27: Vzájemné souvislosti inflace, úrokové míry a devizového kurzu



PPP – parita kupní síly,

PIR – parita úrokové míry,

IFE – mezinárodní Fisherův efekt,

e^{e^e} – očekávaná změna kurzu.

Pramen: upraveno podle DURČÁKOVÁ, J.; MANDEL, M. Mezinárodní finance. 2. vyd. Praha : Management Press, 2003, s. 80.

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.

Protože se ve vývoji nominálního úroku odráží míra očekávané inflace, lze usuzovat, že znehodnocení či zhodnocení devizového kurzu více či méně odpovídá úrokovému diferenciálu. 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 diferenciál, 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 očekávanými investicemi (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 EMS¹⁶⁴, nebo ERM II¹⁶⁵),
- 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.

¹⁶⁴ Evropský měnový systém

¹⁶⁵ Evropský mechanismus směnných kurzů II (European Exchange Rate Mechanism II)

Klasifikace systémů devizového kurzu

Dříve než budeme věnovat pozornost charakteristice jednotlivých systémů devizových kurzů, uvedme rozhodující kritéria pro jejich klasifikaci:

- b) kvalitativní charakter měny (tj. její směnitelnost či nesměnitelnost),
- c) způsob vymezení ústředního kurzu,
- d) změny ústředního kurzu,
- e) intervence centrální banky na devizovém trhu,
- f) rozsah oscilace devizového kurzu,
- g) regionální či nadregionální spolupráce při determinaci devizového kurzu.

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 připuštění 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.

Ústřední kurz v tomto systému by měl odrážet dlouhodobě rovnovážnou hodnotu devizového kurzu z pohledu záměrů hospodářské politiky v oblasti rovnováhy platební bilance. Nejčastěji jde o rovnováhu (rovnovážný kurz) definovanou na úrovni rovnováhy běžné bilance. Stanovení ústředního kurzu nelze považovat za absolutně neměnné, a to zejména za situace, kdy příslušná země má trvalé problémy s nerovnovážným vývojem své platební bilance. V tomto případě by centrální banka měla provádět relativně pružné devalvační či revalvační úpravy ústředního kurzu.

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

Pevné devizové kurzy fungující v rámci bretton-woodského měnového systému se již v 50. letech staly terčem kritiky monetaristicky orientovaných ekonomů. Monetaristé upozorňovali na skutečnost, že pevné devizové kurzy způsobují přenos inflace z jedné země do druhé. Rychlejší růst cen v jedné zemi se při pevném devizovém kurzu automaticky přenáší do druhé země prostřednictvím vyšších importních cen.

Pevné devizové kurzy také omezují možnost provádění nezávislé měnové politiky. Jestliže např. centrální banka provede peněžní expanzi ve snaze snížit úrokovou míru a stimulovat hospodářský růst, povede zároveň pokles úrokové míry k odlivu kapitálu a k deficitu platební bilance. Tímto způsobem bude vyvolán tlak na znehodnocení domácí měny, který nutí centrální banku k devizovým intervencím. Intervenční prodeje deviz a nákupy domácí měny budou však působit restriktivně na domácí peněžní zásobu a povedou k opětovnému poklesu hospodářského růstu a zaměstnanosti.

Z uvedených námitek vyplývá, že logickým protinávrhem monetaristů k systému pevných devizových kurzů bylo zavedení *floatingu* (volně pohyblivých devizových kurzů), konkrétně **volného floatingu** (free floating), ve kterém centrální banky neprovádějí žádné devizové intervence a devizový kurz je čistě pod tlakem devizových operací prováděných soukromými subjekty. Umírněnější zastánci floatingu navrhovali zavedení tzv. **řízeného floatingu** (managed floating), při kterém centrální banky intervenují pouze příležitostně při silných destabilizačních pohybech spekulativního kapitálu.¹⁶⁶

V představách monetaristů měl volný pohyb devizového kurzu automaticky zajišťovat rovnováhu platebních bilancí a napomoci k odstranění všech bariér bránících rozvoji zahraničního obchodu. Floating měl zároveň zajistit provádění nezávislé vnitřní měnové politiky a zabránit přenosu inflace z jedné země do druhé.

K širšímu uplatnění volně pohyblivých kurzů došlo v souvislosti s rozpadem bretton-woodského měnového systému na počátku 70. let.¹⁶⁷ 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.

¹⁶⁶ Milton Friedman nebyl zastáncem řízeného floatingu z obavy, že jde o mezistupeň k opětovnému návratu k pevným devizovým kurzům.

¹⁶⁷ Zatímco před zrušením směnitelnosti USD za zlato v roce 1971 používalo floating pouze 4 % měn, v roce 1973 po druhé devalvaci USD to bylo 17 % a v roce 1976 využívalo přímý floating již 30 % měn.

Mezinárodní spolupráce ovlivňuje jejich vývoj zpravidla jen nepřímou. 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).

Od zavedení floatingu se očekávalo, že přispěje ke zmírnění nerovnováh platebních bilancí, oslabení dovozu inflace a zmírní závislost rozvoje mezinárodních měnových vztahů na míře mezinárodní likvidity. Přestože zavedení floatingu vedlo k některým pozitivním výsledkům, již krátce po rozšíření systému volně pohyblivých kurzů bylo zřejmé, že očekávání spojená s floatingem se nenaplnila. Neomezený pohyb devizových kurzů předních světových měn se stal jedním ze závažných destabilizačních činitelů vývoje světové ekonomiky jako celku. Aplikace floatingu nedokázala vyřešit problém nerovnováhy platebních bilancí, inflace ani devizových rezerv. Nerovnováha platebních bilancí se po zavedení floatingu spíše prohloubila. Systém volně pohyblivých kurzů také nevedl k oslabení inflačních tlaků. Naopak, depreciace celé řady měn vedla ke zdražení dovozních vstupů a následnému prohloubení inflačního zvyšování cen. Vysoká míra volatility devizových kurzů byla přitom tlumena intervencemi centrálních bank na devizových trzích v rozsahu, který neměl v historii měnového vývoje obdobu. Představa zastánců floatingu, podle níž zavedení volně pohyblivých kurzů umožní snížit potřebu mezinárodních devizových rezerv, tedy rovněž selhala. Naopak se prokázalo, že v praxi jsou devizové trhy v podmínkách floatingu vystaveny skutečným rizikům spekulativního pohybu kapitálu.

Z výše uvedeného je zřejmé, že systém volně pohyblivých devizových kurzů, bez jakéhokoli ovlivňování centrální bankou, je třeba chápat spíše jako výjimečný nebo teoretický model. Tomuto teoretickému modelu se blíží křížové kurzy předních světových měn (USD, JPY, EUR). V současných kurzových vztazích platí, že i když není oscilace devizového kurzu omezena přímo předem stanovenými limity, je vývoj poptávky a nabídky deviz často regulován nepřímými zásahy centrální banky (např. změnami úrokových sazeb), resp. státu (cenovou, důchodovou, daňovou politikou). Snahy po regulování volného floatingu našly v polovině 80. let svůj odraz v zavedení řízeného floatingu, tzn. systému kurzů s řízenou pohyblivostí.

Systém 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 (Louvres 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.

Systém 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 systém 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.

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 prodejích národních měn členských zemí příslušnými centrálními bankami na jejich národních devizových trzích. Všechny měny členských zemí EMS měly stanovený střední kurz vůči měnové jednotce ECU. Na základě těchto středních kurzů byly propočteny křížovým pravidlem tzv. bilaterální střední kurzy zúčastněných měn vůči sobě navzájem. Centrální

banky byly povinné udržovat tržní kurzy národních měn v rámci povoleného rozpětí (tzv. horního a dolního intervenčního bodu), které bylo původně stanoveno ve výši $\pm 2,25\%$ (u britské libry, italské liry, španělské pesety, portugalského escuda $\pm 6\%$). Po několika otřesech ERM v letech 1992 a 1993 byla oscilační pásma rozšířena na $\pm 15\%$. V době příprav na zahájení třetí etapy Hospodářské a měnové unie byla v rámci EMS často diskutována otázka, do jaké míry jsou takto široká pásma konzistentní s integračními cíli EU a zda je možné rozšíření pásem považovat pouze za přechodné. Skutečností však bylo, že centrální banky většiny členských zemí udržovaly dobrovolně užší pásma oscilace (často na úrovni původních $\pm 2,25\%$).

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 bretton-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.

Vazba devizového kurzu může být podobně jako v předchozích případech uskutečňována buď na jednu vůdčí národní měnu, nebo na koš měn. Klíčovým problémem tohoto kurzového systému je však volba indikátoru, na který budou vázány pružné úpravy ústředního kurzu. Zde se doporučení jednotlivých ekonomů i konkrétní praktické aplikace značně liší. Teoreticky může jít o průměr tržních hodnot devizového kurzu v předchozím období, vývoj obchodní bilance, vývoj devizových rezerv, inflační diferenciál, sadu oficiálních indikátorů, subjektivní rozhodnutí centrální banky atd.

Výhodou systému devizových kurzů s postupnými změnami parit je především to, že umožňuje eliminovat vliv zvyšování cen na vývoj platební bilance, poskytuje možnost uplatňovat v dané zemi míru inflace nezávislou na vývoji v ostatních zemích a koncentrovat inflační očekávání kolem určitější míry inflace. Tento systém rovněž vytváří předpoklady k tomu, aby se domácí peněžní zásoba přizpůsobila poptávce. Dále ovlivňuje pozitivně vývoj mezinárodní likvidity tím, že snižuje potřebu devizových rezerv pro intervence na devizovém trhu.

Za negativní je naopak považován vliv předvídatelného postupného znehodnocení devizového kurzu s postupnými změnami parit na odliv kapitálu, podobně jako je tomu při očekávané devalvací. Tomuto odlivu je možné do určité míry zabránit zvyšováním úrokových sazeb. Je však nutné podotknout, že bude záležet rovněž na pružnosti mezinárodního kapitálu.

Crawling peg si svůj význam získal zejména u zemí s vysokými tempy inflace, kde se časté a pravidelné úpravy ústředního kurzu staly významným prvkem při zajišťování rovnováhy platebních bilancí. Delší dobu byl tento systém aplikován např. v Chile a Kolumbii. V poslední době byl rovněž s určitými úspěchy aplikován v některých reformních ekonomikách východní Evropy (např. v Polsku a Maďarsku). Tento systém si však nikdy nezískal větší popularitu u ekonomicky vyspělejších zemí (snad s výjimkou krátkého období v Portugalsku), které obvykle preferují systém řízeného floatingu nebo některou z variant pevných devizových kurzů.

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.

Systemy nepružných devizových kurzů

Systemy 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 nejobjektivnější 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.

8.5 Devizový trh a jeho fungování

Příčinou vzniku devizového trhu byl především *rozvoj mezinárodního obchodu*. Rozvoj výroby zboží a služeb při zaostávání domácí poptávky vede k přetlaku nabídky v dané ekonomice a k následnému vývozu zboží a služeb. Tím dostává konkurence mezi výrobci uvnitř ekonomiky mezinárodní rozměr. Vývoz dokonalejších výrobků z jedné země může potlačit produkci srovnatelného výrobku v jiné zemi. Tato země naopak může úspěšně vyvážet jiný druh výrobku, a tak potlačit produkci srovnatelného výrobku první země. Tímto způsobem dochází k *mezinárodní dělbě práce* a *mezinárodní specializaci*, která je důležitým činitelem růstu produktivity práce. Proces rozvoje mezinárodní dělby práce a specializace získal na dynamice především po druhé světové válce.

Dalším významným faktorem rozvoje devizového trhu je *mezinárodní pohyb kapitálu*. Existence rozdílu ve výnosnosti reálných i finančních aktiv v různých zemích vede podnikatele jedné země k tomu, aby investovali v jiné zemi, kde je výnosnost aktiv vyšší. Toto přelévání kapitálu mezi jednotlivými zeměmi vede za ideálních podmínek k vyrovnání výnosnosti aktiv v jednotlivých zemích. To je ovšem ideální stav, který je realitě poněkud vzdálen.

Rovněž *rozvoj transferových plateb a výplat důchodů* mezi jednotlivými zeměmi je důsledkem rozvoje mezinárodní spolupráce. S rozvojem mezinárodních hospodářských vztahů dochází k mezinárodnímu pohybu pracovní síly, a tedy k dovozu a vývozu důchodů. Rozvoj mezinárodních vztahů je navíc spojen také s rozvojem hospodářské pomoci a pomoci v kulturní, vědecké a jiných oblastech. Ten je opět spjat s nárůstem transferových plateb mezi jednotlivými zeměmi a tím i s využíváním devizového trhu.

Pohyb zboží, investic, důchodů a transferů ze země do země vyžaduje výměnu peněžních jednotek jedné země za peněžní jednotky jiné země, což je příčinou vzniku devizového trhu. Na devizovém trhu je zdrojem rovnováhy devizový kurz, který jsme si definovali jako cenu jedné měnové jednotky vyjádřenou v jiné měnové jednotce. Nabídka a poptávka na tomto trhu podléhá jak systematickým změnám, tak nesystematickým výkyvům. Takové změny nabídky a poptávky vyvolávají kolísání (oscilaci) devizového kurzu.

Volatilita (kolísání) devizových kurzů je pro účastníky devizového trhu zdrojem nejistoty. Například vývozce si nemůže být jistý, jakou částku získá v domácí měně, protože od okamžiku prodeje k okamžiku inkasa a směny může dojít k významné změně devizového kurzu. Tato nejistota je faktorem, který omezuje rozvoj mezinárodních vztahů jak v oblasti zahraničního obchodu, tak v oblasti pohybu kapitálu. Volatilita devizových kurzů dlouhodobě roste. K podstatnému nárůstu volatility devizových kurzů došlo po rozpadu bretton-woodského měnového systému (systému pevných kurzů). Od té doby (od počátku 70. let) volatilita kurzů průběžně narůstá. Společně s rozvojem mezinárodních ekonomických vztahů tak vznikají tlaky, které tento rozvoj omezují. S cílem minimalizovat rizika plynoucí ze změny devizových kurzů se postupně začaly využívat a rozvíjet devizové operace na devizových trzích, které přispívají k rozvoji mezinárodních ekonomických vztahů, a tedy i k dalšímu rozvoji devizového trhu a devizových obchodů.

Charakteristika devizového trhu a jeho struktura

Devizový trh je možné definovat jako *místo, na kterém se střetává poptávka po peněžních instrumentech denominovaných v jedné národní měně s nabídkou peněžních instrumentů denominovaných v jiné národní měně*. Na devizovém trhu tedy dochází ke konverzi jedné měny do druhé.¹⁶⁸

Na devizový trh vstupují jednotlivé ekonomické subjekty, aby zde získaly prostředky nezbytné k zabezpečení mezinárodních plateb souvisejících se zahraničním obchodem a mezinárodním pohybem kapitálu. Motivem vstupu na devizový trh může být také snaha zajistit se proti kurzovým rizikům a snaha dosáhnout případného zisku z kurzových rozdílů. Devizového trhu se účastní rovněž oficiální instituce (většinou centrální banky), které se snaží regulovat poptávku a nabídku cizích měn podle záměrů své hospodářské (měnové) politiky.

Ve světové ekonomice v současné době již neexistují ekonomicky oddělené národní devizové trhy. Je možné hovořit pouze o trzích jednotlivých národních měn, případně geograficky oddělených národních trzích. K integračnímu procesu dříve ekonomicky oddělených národních devizových trhů přispěl především rozvoj volné směnitelnosti národních měn pro všechny finanční operace a všechny ekonomické subjekty a rovněž postupný rozvoj eurodolarového a euroměnového trhu. V současnosti již více než 150 členských zemí Mezinárodního měnového fondu právně potvrdilo volnou směnitelnost své národní měny podle článku VIII. Stanov MMF, tzn. v oblasti obchodních plateb. Z toho více jak polovina měn je pouze minimálně omezována i v rámci kapitálových operací.

¹⁶⁸ JANKOVSKÁ, A.; SPONER, M. *Mezinárodní finance*. Brno : Masarykova univerzita, 1999, s. 106.

Obchodování s předními světovými měnami tak není v dnešní době koncentrováno pouze na území své původní emise, ale je diverzifikováno po celém světě. Díky plně rozvinutému světovému trhu s devizami může kterákoli domácí obchodní banka nakoupit americké dolary nejen od obchodních bank v USA, ale například u kterékoliv jiné obchodní banky tzv. přes ulici nebo také na opačné straně světa v Sydney. Stejně tak si na stejných místech může uložit své přebytečné dolary na termínované depozitum, případně chybějící vypůjčit.

Teritoriální rozmístění jednotlivých devizových trhů umožňuje nepřetržité obchodování (24 hodin denně). Nejvýznamnější devizové trhy se nacházejí v tradičních finančních centrech (Tokio, Frankfurt, Curych, Paříž, Londýn, New York, San Francisco), která jsou dále vhodně doplňována netradičními finančními centry (off-shore financial centers), jako například Nové Hebridy, Hong Kong, Singapur, Bahrajn, Bejrút a Panama. Možnost obchodovat s devizami celých 24 hodin denně se stává na druhou stranu nutností, protože banka dodržující pouze osmihodinový pracovní den by byla nutně vystavena kurzovému riziku. Proto obchodní banky udržují ve svých dealingových odděleních vícesměnný provoz, aby tak udržely nepřetržitý kontakt s trhem.

Devizový trh není trhem úvěrovým, tzn., že na něm nevznikají mezi jednotlivými subjekty úvěrové vztahy, ale dochází pouze ke zmiňované konverzi jedné měny do druhé. Úvěry v cizích měnách je možné čerpat na mezinárodních finančních trzích, které je třeba od devizového trhu odlišovat. Uvedené odlišení má význam především z hlediska vykazování objemu operací. Zatímco na finančních trzích jsou objemy operací vykazovány jako stav k určitému okamžiku, na devizových trzích se vykazují jako obrat za určité období.

Devizové trhy prošly v posledních letech bouřlivým vývojem. Devizový obrat na světových devizových trzích několikanásobně převyšuje obrat zahraničního obchodu všech zemí světa. Některé údaje uvádějí, že např. na jednu obchodní transakci připadají tři až čtyři kapitálové transakce spojené se snahou o zajištění proti kurzovému riziku. Velká část operací má však spekulativní charakter. Dostupné odhady z roku 2009 ukazují, že průměrný denní obrat devizového trhu se pohybuje okolo 3 500 mld. USD. Dominantní pozici na devizovém trhu zaujímají termínové operace, zejména díky ohromnému nárůstu na počátku 90. let.

Organizační struktura a subjekty devizového trhu

Organizační struktura devizového trhu bývá často mylně spojována s fungováním *devizové burzy*. Devizové burzy však hrají významnější roli pouze v obchodování s měnovými deriváty typu opcí (options) a futures. Největší devizové burzy se nacházejí v tradičních finančních centrech jako Londýn, New York, Frankfurt, Tokio. V 90. letech se díky boomu v oblasti termínových obchodů a finančních derivátů dostávají do popředí i burzy dříve méně známé, jako např. Chicago Board of Exchange, Chicago Mercantile Exchange nebo Osaka Securities Exchange. V případě ostatních typů devizových operací mají burzy z hlediska celkového devizového obratu pouze symbolickou úlohu. Převažujícím způsobem obchodování na devizových trzích je neorganizovaný způsob, často nazývaný *over the counter* (OTC trh – trh přes přepážku). Tento trh je jak z hlediska celkového objemu operací, tak z hlediska utváření devizového kurzu rozhodující.

Osou obchodování na neorganizovaném trhu jsou obchodní banky se svými dealingovými odděleními, které navzájem propojují maloobchodní a velkoobchodní devizový trh (mezibankovní devizový trh). Na *maloobchodním trhu* vystupují především obchodní banky, které provádějí různé služby pro své klienty. Obchodní banky umožňují exportujícím podnikům směňovat jejich devizová aktiva do národní měny a naopak importujícím podnikům umožňují směnu národní měny do potřebného aktiva v cizí měně. Provádějí podle potřeb svých klientů jak operace promptní (s realizací kontraktu do dvou obchodních dnů),

tak i termínové operace typu forward (kdy dochází k dodání nebo odkoupení devizy k předem sjednanému datu). Obchody se zde uskutečňují při kurzu kótovaném zvláště pro každou operaci. To umožňuje neustále obnovovat rovnováhu devizového trhu.

Na **mezibankovním trhu** (který je znám pod jménem FOREX – Foreign Exchange Market) vystupují dealeri obchodních a centrálních bank, kteří zde obchodují na svůj účet, resp. na účet obchodních a centrálních bank. Obchody mezi sebou uzavírají buď přímo, nebo prostřednictvím tzv. brokerů. Brokeři zprostředkovávají operace mezi jednotlivými dealery. *Brokeři* tedy neobchodují na vlastní účet, ale za poplatek propojují jednotlivé dealery. Výše poplatku je stanovena pevně procentem z realizovaného obchodu v závislosti na druhu obchodované měny. *Dealeři* využívají těchto služeb především proto, že brokeři jsou v kontaktu s větším počtem dealerů a mohou tak snadno, rychle a s nižšími náklady získat informace o kótovaných kurzech jednotlivých dealerů. Dalším důvodem využívání brokerů je skutečnost, že jejich služba umožňuje zůstat v anonymitě až do skončení transakce. Pokud dealeri mezi sebou obchodují přímo, vzniká nebezpečí, že ostatní dealeri odhadnou záměry (obchodní trend) jednoho z nich a využijí toho při kotaci kurzů. Proto služeb brokerů využívají i centrální banky, pokud chtějí utajit záměry svých devizových intervencí.

Účastníci devizového trhu

Hlavními účastníky devizového trhu jsou firmy (exportní a importní podniky), finanční instituce nebankovního charakteru, obchodní banky a centrální banky.

Firmy a finanční instituce nebankovního charakteru, jako jsou penzijní fondy, pojišťovny aj., vstupují na devizový trh z následujících důvodů:

- nákupu a prodeje zahraničních měn pro potřeby zajištění plateb souvisejících se zahraničním obchodem a zahraničními investicemi,
- zajištění devizových pohledávek a závazků proti kurzovému a úrokovému riziku,
- hledání optimální měnové struktury svých devizových účtů.

Tyto subjekty pro své operace většinou využívají služeb obchodních bank. Základním charakteristickým rysem jejich chování je snaha o zajištění svých devizových pohledávek a závazků proti pohybu devizových kurzů. Preference jistoty nutí podniky k hledání nerizikových uzavřených devizových pozic. **Devizovou pozici** podniku můžeme definovat jako určitý vztah jeho devizových aktiv a pasiv, přičemž určujícími charakteristikami jsou kvantitativní, měnová, úroková a časová struktura. *Uzavřená (flat) devizová pozice* nastává v situaci, kdy podnik není v čase vystaven rizikům vyplývajícím z pohybu devizového kurzu. To znamená za situace, kdy se jeho pohledávky a závazky v jednotlivých měnách shodují, pokud jde o kvantitativní výši, dobu splatnosti a způsob úročení. Přesto, že otevřená devizová pozice může být zdrojem dodatečného spekulativního zisku, převážná většina podniků dává přednost jistotě a snaží se proto o zajištění kurzových rizik. Zajištění může být provedeno prostřednictvím kurzových (měnových) doložek připojených přímo k obchodním smlouvám nebo prostřednictvím devizových operací.

Obchodní banky na devizovém trhu:

- poskytují služby svým klientům,
- provádějí různé typy devizových operací s cílem dosažení zisku z kurzových a úrokových rozdílů (devizová arbitráž a spekulace),
- hledají optimální strukturu svých devizových aktiv a pasiv z hlediska ziskovosti, jistoty a likvidity.

Charakteristickým rysem činnosti obchodních bank je neustálý pohyb v trojúhelníku cílů ziskovosti, jistoty a likvidity. Problém této snahy spočívá v tom, že dosažení jednoho cíle si obvykle odporuje s dosažením jednoho nebo obou dalších cílů. Devizové prostředky držené na běžných účtech u korespondentských bank jsou sice nejlikvidnějšími penězi, zároveň však obvykle nejsou příliš úročeny. Otevřená devizová pozice na termínovém účtu v měně s volně pohyblivým kurzem může přinést velký zisk při správném očekávání kurzových pohybů, je však v rozporu s jistotou a likviditou.

Na maloobchodním trhu realizují obchodní banky zisk z rozdílu mezi nákupním a prodejním kurzem, dále z různých poplatků za poskytované služby a z tzv. „floatu“. *Float* se v případě promptních operací vytváří díky časovému rozdílu mezi obdržením devizy (národní měny) od klienta a plněním kontraktu ze strany obchodní banky. Vzhledem k tomu, že při uskutečňování promptních operací musí banka dodat devizu do dvou obchodních dnů po uzavření kontraktu, má banka po dva dny k dispozici neúročené peněžní fondy, které může uložit na krátkodobé termínové depozitum u jiné banky.

Na mezibankovním trhu banky hledají optimální strukturu svých aktiv a pasiv. Vzájemný poměr mezi devizovými aktivy a devizovými pasivy v jednotlivých měnách určuje devizovou pozici banky. Obchodní banky na rozdíl od firem daleko častěji vyhledávají otevřené spekulativní devizové pozice. Charakteristickým rysem *devizové spekulace* je, že se příslušný subjekt snaží odhadnout budoucí vývoj devizového kurzu a na základě tohoto odhadu utváří svou otevřenou devizovou pozici.

Otevřenou devizovou pozici ve vztahu k pohybu devizového kurzu může spekulant zaujmout jako aktivní nebo pasivní. Při *aktivní (dlouhé) devizové pozici* jsou pohledávky v příslušné měně větší než závazky a spekulant očekává zhodnocení devizového kurzu této měny. Při *pasivní (krátké) devizové pozici* jsou závazky v příslušné měně větší než pohledávky a spekulant naopak očekává znehodnocení devizového kurzu uvažované měny.

Stupeň rizikovosti aktivní spekulativní pozice úzce souvisí s rozsahem měnové diverzifikace aktiv příslušného subjektu. O relativně nerizikovém portfoliu mluvíme v případě, kdy jednotlivá aktiva jsou diverzifikována a zároveň nejsou vzájemně pozitivně korelována. Základním znakem rizikového portfolia naopak je, že aktiva nejsou diverzifikována, případně jsou diverzifikována do vzájemně silně pozitivně korelovaných aktiv.

Dalším zdrojem zisku obchodní banky může být *devizová arbitráž* na promptním (termínovém) trhu nebo devizová arbitráž mezi promptním a termínovým trhem. Arbitráží rozumíme obchod nebo posloupanost obchodů, které přinášejí determinovaný zisk, tj. zisk, jehož velikost jsme schopni stanovit před realizací obchodu, na rozdíl od spekulace, která je založena na očekávání zisku, jehož realizace nemusí nastat.

Centrální banka je instituce, která je zodpovědná nejen za vnitřní stabilitu měny, ale i za udržení stabilní hodnoty domácí měny vůči měnám zahraničním. Centrální banka proto vstupuje na devizový trh, aby svými intervencemi udržela devizový kurz domácí měny na úrovni, která je v souladu se záměry její kurzové politiky.

Principy obchodování na devizových trzích

V ideálním teoretickém světě tržní rovnováhy modelově vytvořeném v 19. století francouzským ekonomem Léonem Walrasem¹⁶⁹ by obchodování na devizovém trhu probíhalo

¹⁶⁹ Léon Walras působil v letech 1870 – 1893 na katedře politické ekonomie univerzity v Lausanne. Zásadním způsobem se přičinil o rozvoj teorie celkové rovnováhy. Jeho pojetí trhu a rovnováhy, které je nazýváno walrasovským trhem a walrasovskou rovnováhou, rozvinul ve své publikaci *Elements of pure economics* [Londýn 1954].

ve formě aukce a bylo řízeno jedním aukcionářem. Ten by měl podle jednotlivých nabídek k prodeji měn a poptávek ke koupi jiných měn cenu, tj. devizový kurz tak dlouho, až by se nabízená a poptávaná množství rovnala.¹⁷⁰

Realita je poněkud komplikovanější. Na začátku obchodování vyhlásí aktivní strana transakce, která tzv. tvoří trh (market maker), jak cenu, za kterou by byla ochotna cizí měnu koupit (tzv. bid price), tak i cenu, za kterou by byla ochotna tutéž měnu prodat (tzv. offer nebo asked price). Rozpětí mezi nimi se označuje jako *spread* (bid/offer spread, bid/asked spread).

Podle toho, zda protistrana akceptuje nákupní či prodejní cenu, bude aktivní strana nakupovat nebo prodávat. Z toho vyplývá, že v reálném světě se simultánně odehrávají různé obchody za různé ceny, tedy při různých devizových kurzech týchž měn. Individuální obchodník se rozhoduje podle toho, jak na jednotlivé transakci vydělá. Podaří-li se mu realizovat stejný a relativně velký objem obchodů jak na straně prodeje, tak na straně nákupu v rámci své ceny prodeje a nákupu, vydělá částku ekvivalentní násobku rozpětí (bid/offer spread) a objemu denního obchodu.

Příklad: V případě, že dealer poptává USD za 17,666 CZK a nabízí je za 17,686 CZK (rozpětí je tedy 0,02 CZK čili 2 haléře)¹⁷¹ a nakoupí a prodá při těchto kurzech dolarový ekvivalent 100 milionů korun, pak vydělá 2 miliony korun ($100\,000\,000 * 0,02$).

Informace o devizových kurzech na různých trzích banky získávají prostřednictvím informačních sítí Reuters, Bloomberg nebo Telerate. Obchodní konverzace dealerů a uzavírání devizových obchodů probíhají přes satelitní komunikační systémy. K potvrzení devizových obchodů, zasílání platebních příkazů k provedení dohodnutých transakcí a zasílání reklamací slouží telekomunikační systém Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT). Do sítě SWIFTu se banky dostávají pomocí národního telekomunikačního zařízení. Systém byl založen v roce 1977. Jde o celosvětový systém, s jehož pomocí lze provádět devizové obchody na všech devizových trzích. Systémy jsou poměrně nákladné, jejich užívání se vyplatí pouze bankám, které se na tuto oblast specializují.¹⁷²

¹⁷⁰ Přestože je Walrasův model převážně abstraktní koncepcí, nevyklučuje reálnou existenci walrasovského trhu. Reálným příkladem Walrasova trhu je proces stanovení ceny zlata (tzv. zlatý fixing) v bankovním domě N. M. Rothschilda v Londýně.

¹⁷¹ Rozpětí u volně směnitelných měn obvykle nebývá větší než 10 setin měnové jednotky, tzv. pips.

¹⁷² JANKOVSKÁ, A.; SPONER, M. *Mezinárodní finance*. Brno : Masarykova univerzita, 1999, s. 110.

9 MEZINÁRODNÍ MĚNOVÝ SYSTÉM

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 založené 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 tendence 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.

Standard zlaté mince byl využíván až do počátku první světové války, kdy byly zlaté mince staženy z oběhu a směnitelnost bankovek za zlato byla zastavena. V mnoha zemích totiž docházelo k emisi nekrytých **státovek**, které byly využívány k financování válečných výdajů. To způsobovalo inflační znehodnocování peněz a následný hospodářský rozvrat, který pokračoval i v prvních poválečných letech. Jednotlivé země se proto v poválečném období snažily o nastolení stabilního měnového systému.¹⁷³

Otázky obnovení stabilního měnového systému byly předmětem jednání několika mezinárodních finančních konferencí (v roce 1920 v Bruselu, v roce 1922 v Haagu, Janově a Londýně), které se snažily najít cestu k obnovení zlatého standardu předválečného typu.

¹⁷³ MARKOVÁ, J. *Mezinárodní měnová spolupráce*. Praha : VŠE, Nakladatelství Oeconomica, 2006, s. 14 – 15.

Výsledkem uvedených snah bylo zavedení modifikovaných *standardů zlatého slitku a zlaté devizy*.

Standard zlatého slitku zavedla např. v roce 1925 Velká Británie a v roce 1928 Francie. Umožňoval směnitelnost bankovek za zlato, avšak pouze ve slitcích, kdy váha slitku činila více než 12 kg. Většina ostatních zemí přijala tzv. **standard zlaté devizy**. Tento systém umožňoval směnitelnost národních měn za devizy, které byly směnitelné za zlato.

Hospodářská krize na počátku 30. let se svými nežádoucími důsledky v oblasti ekonomické a sociální byla doprovázena i krizí měnovou. Došlo k opuštění vazby emitovaných peněz na zlato a devalvaci většiny měn. Nedůvěra v národní měny se negativně projevila ve vzájemných obchodních vztazích. Na nepříznivé důsledky hospodářské krize reagovaly jednotlivé země zaváděním protekcionistických opatření, kterými se snažily zmírnit negativní dopad krize na jejich vnitřní ekonomiky. Mezinárodní hospodářské i měnové vztahy tak v meziválečném období procházely krizovým vývojem. Nakonec byly zcela narušeny vypuknutím druhé světové války.¹⁷⁴

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.

Mechanismus fungování bretton-woodského měnového systému se opíral o **zlato** a **americký dolar**, nejsilnější národní měnu poválečného období. Výsadní postavení amerického dolaru vyplývalo ze silné ekonomické, vojenské i politické pozice, kterou si USA po válce ještě více upevnily dodávkami zboží válkou zničeným zemím a vývozem kapitálu. Neméně důležitou roli sehrál i závazek americké vlády volně směňovat dolary za zlato vládám a oficiálním měnovým institucím (centrálním bankám) členských zemí Fondu, a to podle zlatého obsahu dolaru, platného od roku 1934, 35 dolarů za 1 trojskou unci zlata (tj. 31,10348 g zlata).

¹⁷⁴ MARKOVÁ, J. *Mezinárodní měnová spolupráce*. Praha : VŠE, Nakladatelství Oeconomica, 2006, s. 20.

Členské země Fondu se zavázaly, že budou vývoj devizového kurzu své národní měny intervenovat tak, aby ho udržely ve stanoveném oscilačním pásmu. Vzhledem k tomu, že měnové parity jednotlivých národních měn byly vázány na americký dolar, vedly devizové intervence nejen ke stabilitě kurzů národních měn intervenujících zemí, ale současně ke stabilizaci kurzu amerického dolaru ve vztahu k ostatním národním měnám.

Fungování bretton-woodského měnového systému bylo značně závislé na postavení a vývoji amerického dolaru. Pozitivní hospodářský vývoj v USA a růst poptávky po dolarech v průběhu padesátých let vedly k posilování amerického dolaru, což se odráželo i ve stabilním vývoji celého měnového systému. Na přelomu padesátých a šedesátých let začala pozice amerického dolaru slábnout. **Tlaky na znehodnocení kurzu** dolaru byly zapříčiněny především vnitřními hospodářskými problémy (inflačním růstem cen, snížením amerického exportu, nárůstem pasivního salda platební bilance). Svoji roli sehrály také příčiny vnější, které souvisely s rychlejším hospodářským rozvojem v některých zemích západní Evropy, Japonsku a dalších zemích.

K případné devalvaci dolaru nebyla ochotna přistoupit ani americká vláda (především z prestižních důvodů), ale ani členské státy Fondu, které se obávaly rozpadu mezinárodního měnového systému. Tato obava vedla centrální banky průmyslově vyspělých zemí v roce 1961 k rozhodnutí vytvořit zvláštní fond, tzv. **zlatý pool**, jehož úkolem bylo intervenovat na Londýnském zlatém trhu tak, aby byla zachována oficiální cena zlata.

Přes toto a řadu dalších opatření realizovaných jak samotnými USA, tak i dalšími členskými zeměmi Fondu, nebylo možné zabránit dalšímu znehodnocování dolaru. V roce 1968 došlo k rozpuštění zlatého poolu, čímž se potvrdilo, že oficiální cena zlata je nízká, resp. kurz dolaru vůči ostatním směnitelným měnám nadhodnocený. Současně s rozpuštěním zlatého poolu byl zaveden dvojitý trh zlata. Oficiální trh pro ústřední měnové instituce za úřední cenu (35 dolarů za 1 trojskou unci) a volný trh pro ostatní subjekty za tržní cenu. V srpnu **1971** došlo ke **zrušení směnitelnosti dolaru za zlato**. Tím zanikl i dvojitý trh zlata a zlato bylo možné nakupovat pouze na volném trhu.

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).¹⁷⁵ 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.

¹⁷⁵ Kanada zavedla systém volně pohyblivého kurzu už v roce 1970.

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. Myšlenky na založení instituce, která by koordinovala činnost centrálních bank, se začaly objevovat již v roce 1890. Realizace byla možná až po 40 letech, kdy po první světové válce bylo nutné řešit válečné reparace Německa a složitý systém přerozdělování peněžních prostředků vyvolal potřebu vzniku mezinárodní měnové instituce. 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.¹⁷⁶

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 brettonwoodskými 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).

¹⁷⁶ BIS History. Dostupné na: <<http://www.bis.org/about/history.htm>>.

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).

Politika a činnost Mezinárodního měnového fondu vycházejí z jeho stanov (známé jako „Články dohody“). Původní stanov 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).¹⁷⁷ V článku I. stanov Mezinárodního měnového fondu jsou formulovány *cíle*, kterými se má Fond řídit při každém svém jednání a při všech rozhodnutích.¹⁷⁸

- 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:¹⁷⁹

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

Pro mezinárodní měnovou spolupráci znamenalo založení Mezinárodního měnového fondu velký předěl. Byla to právě jeho činnost zaměřená na podporu světového obchodu a zabezpečení měnové stability, která vnesením jistých pravidel a zásad do mezinárodních ekonomických vztahů přispěla k dalšímu rozvoji. Práce Fondu byla do konce 60. let

¹⁷⁷ MARKOVÁ, J. *Mezinárodní měnová spolupráce*. Praha : VŠE, Nakladatelství Oeconomica, 2006, s. 28.

¹⁷⁸ International Monetary Fund Articles of Agreement (schváleny 11. listopadu 1992). Washington, D. C. s. 5.

¹⁷⁹ MARKOVÁ, J. *Mezinárodní měnová spolupráce*. Praha : VŠE, Nakladatelství Oeconomica, 2006, s. 29.

20. století hodnocena kladně. Přesto se nepodařilo dosáhnout některých vytyčených cílů (např. v zavádění volné směnitelnosti měn). K zásadním změnám v činnosti Mezinárodního měnového fondu došlo na počátku 70. let 20. století, po opuštění původních principů brettonwoodského měnového systému. Po tomto období se zintenzivnila činnost Fondu v oblasti finanční politiky, zejména při řešení problémů s deficitem platebních bilancí členských zemí (zpřístupňováním zdrojů Fondu), a to zejména s ohledem na potřeby rozvojových zemí.

Výrazný předěl v činnosti Fondu je spojen s počátkem 90. let 20. století, kdy došlo ke změnám v politických a hospodářských vztazích mezi Východem a Západem (rozšíření členské základny Fondu o země střední a východní Evropy). Zemím střední a východní Evropy byla poskytnuta rozsáhlá finanční a technická pomoc (přechod z centrálně plánovaných ekonomik na ekonomiky tržní), která byla rovněž kladně vnímána a hodnocena.

V polovině 90. let 20. století začalo pro Fond nelehké období. Došlo k vypuknutí finanční krize v Mexiku, která vyvolala diskuse¹⁸⁰ o nutnosti reformy Mezinárodního měnového fondu. Po zkušenostech z předchozí krize v Mexiku (1982) Fond řešil krizi poskytnutím velkorysé finanční pomoci, která zklidnila situaci a stabilizovala mexickou ekonomiku.

Po úspěšném zvládnutí Mexické krize chtěl Fond urychlit jednání o rozšíření jeho oficiálních cílů o liberalizaci pohybu kapitálu. K tomu ale nedošlo, neboť v té době propukla finanční krize v jihovýchodní Asii (1997). Fond znovu poskytl postiženým zemím (Thajsko, Indonésie, Korea) finanční pomoc, což se následně stalo terčem kritiky. Způsob řešení krize byl stejný v obou oblastech, i když příčiny byly odlišné.¹⁸¹ V tomto období se začínaly ozývat hlasy, které volaly po reformě Mezinárodního měnového fondu. Tyto názory ještě zesílily, když Fond neúspěšně zasahoval při finanční krizi v Rusku a Brazílii na konci 90. let 20. století.¹⁸²

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 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:

¹⁸⁰ Mezinárodní měnový fond čelil kritice, že finanční pomocí zvyšuje riziko morálního hazardu vlády i soukromých investorů. Zaznívaly i názory, že samotné zásahy Fondu jsou považovány za jednu z příčin vzniku krizí.

¹⁸¹ Další kritika se snesla na Fond z důvodu, že krizi v dostatečném předstihu neidentifikoval. Na obranu nutno říci, že Fond jisté signály vydával, ale představitelé těchto zemí na varování nereagovali.

¹⁸² MARKOVÁ, J. *Mezinárodní měnová spolupráce*. Praha : VŠE, Nakladatelství Oeconomica, 2006, s. 88, 98.

- *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 agencí se může stát pouze členská země Banky. Agencie mají některé shodné principy činnosti jako Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj (např. rozdělení hlasovacího práva, princip rozhodování, kritéria výběru projektů a jejich hodnocení). Organizační struktura agencí je totožná se strukturou Banky a prezident Banky je ex offo prezidentem všech přidružených agencí.¹⁸³

Skupina Světové banky je nadnárodní finanční organizací, která v zájmu zlepšení kvality lidského života na celé zemi, především však v rozvojových zemích, **podporuje hospodářský růst a rozvoj**. Tato podpora se uskutečňuje na jedné straně poskytováním půjček, na druhé straně technickou pomocí a poradenstvím.

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.¹⁸⁴

Činnost IBRD, stejně jako její politika je upravena články Dohody (Articles of Agreement), kde jsou **hlavní cíle** Banky uvedeny:¹⁸⁵

- 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

¹⁸³ MARKOVÁ, J. *Mezinárodní měnová spolupráce*. Praha : VŠE, Nakladatelství Oeconomica, 2006, s. 121.

¹⁸⁴ MARKOVÁ, J. *Mezinárodní měnová spolupráce*. Praha : VŠE, Nakladatelství Oeconomica, 2006, s. 107, 108.

¹⁸⁵ IBRD Articles of Agreement. Dostupné na: <<http://web.worldbank.org>>.

jak vlastní zdroje (tvořené základním kapitálem a rezervami), tak zdroje cizí (získané emisí 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 1960.¹⁸⁶ 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 USD¹⁸⁷ 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 %.

Úvěry poskytované IDA jsou směřovány převážně do oblastí školství, zemědělství, rozvoje venkovských oblastí, zdravotnictví a dalších. Všechny úvěry jsou bezúročné, pouze je z nich placen manipulační poplatek (ve výši cca 1 % p.a. z čerpané částky). Doba splatnosti úvěrů byla do roku 1987 padesát let, od tohoto roku byla zkrácena na 35 až 40 let s desetiletým odkladem splátek.¹⁸⁸

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.

Úvěry poskytnuté IFC směřují na podporu rozvoje soukromého sektoru, zejména v méně rozvinutých oblastech členských zemí, a jsou poskytovány bez vládních záruk. Doba splatnosti je 7 až 12 let s možným odkladem splátek o 1 až 3 roky. Úrokové sazby úvěrů jsou vyšší než u úvěrů Mezinárodní banky pro obnovu a rozvoj. U schválených projektů IFC poskytuje úvěry pouze do výše 25 % celkových investičních nákladů. Další podmínkou je, že pořizovací cena projektů musí přesahovat 20 mil. USD. Podíl financování ze strany IFC není zpravidla vyšší než 100 mil. USD.

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

¹⁸⁶ IDA Articles of Agreement, (Effective September 24, 1960). Washington.

¹⁸⁷ IDA Background. Dostupné na: <<http://web.worldbank.org>>.

¹⁸⁸ Fakta a čísla OSN. Dostupné na: <<http://www.osn.cz/publikace/fakta-a-cisla-osn>>.

(riziko zestátnění, ztráty v důsledku válečných konfliktů aj.). Členy agentury se mohou stát pouze členské země IBRD.¹⁸⁹

Agentura inkasuje za poskytnuté záruky od investorů pojistné prémie, kterými pokrývá administrativní náklady a tvoří z nich rezervní fond pro případnou výplatu pojistného. Sazby jsou závislé na rizikovosti projektu a pohybují se v rozmezí 0,3 – 1,5 % p.a. z výše poskytnuté záruky.

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 poradenské služby, provádí výzkumnou činnost a vydává přední publikace v oblasti zahraničního investičního práva.¹⁹⁰

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.

Potřeba rozvíjení měnové spolupráce a myšlenka měnové unie však není zcela nová, objevuje se již v průběhu 60. let. Důvodem byly jednak změny probíhající v mezinárodním měnovém systému a jednak skutečnost, že rozvoj hlubších vazeb mezi ekonomikami členských zemí Evropského společenství předpokládal existenci stabilního měnového prostředí.

Uvolnění pohybu devizových kurzů po rozpadu bretton-woodského měnového systému bylo v rozporu s integračními tendencemi členských zemí Evropského společenství. Měnová nestabilita měla negativní vliv na fungování již existujících integračních mechanismů v rámci Společenství. Proto byla zahájena jednání o stabilizaci devizových kurzů národních měn v ES, která vyústila v rozhodnutí summitu v Brémách zavést od 13. března 1979 Evropský měnový systém.

¹⁸⁹ Více o MIGA viz <<http://www.miga.org/screens/about/about.htm>>.

¹⁹⁰ Více o ICSID viz <<http://www.worldbank.org/icsid/about/about.htm>>.

Evropský měnový systém

Hlavním cílem Evropského měnového systému (EMS) bylo obnovit stabilní kursové 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, kursový mechanismus ERM a úvěrový mechanismus.

Evropská měnová jednotka (European Currency Unit, **ECU**) byla základní složkou Evropského měnového systému. Její hodnota byla odvozována z koše měn členských zemí. Množství národní měnové jednotky obsažené v měnovém koši bylo závislé na celkovém ekonomickém potenciálu země, podílu této země na vzájemném obchodu a podílu země na ujednání o krátkodobé finanční podpoře. Hodnota ECU byla vyjadřována v národních měnách členských zemí, a to na základě jejich zastoupení v měnovém koši a platného bilaterálního středního kurzu národních měn. Tyto střední kurzy byly odvozeny křížovým pravidlem z pevně stanovených středních kurzů národních měn k měnové jednotce ECU.¹⁹¹

V rámci ES byly měnové jednotky ECU používány jako platební prostředek mezi centrálními bankami členských zemí ES v souvislosti s intervenčními operacemi a mezivládními úvěry poskytnutými na tyto účely, jako zúčtovací jednotka v rámci jak intervenčního, tak i úvěrového systému, ke stanovení hodnoty středních kurzů měn členských zemí a zároveň i pásem, v kterých se mohly běžné tržní kurzy od bilaterálních středních kurzů odchýlovat.

Další složkou Evropského měnového systému byl **mechanismus směnných kurzů** (Exchange Rate Mechanism, **ERM**), který spojoval systém pevných devizových 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 založen na intervenčních nákupech a prodeích národních měn členských zemí příslušnými centrálními bankami na jejich národních devizových trzích. Všechny měny členských zemí EMS měly stanovený střední kurz k měnové jednotce ECU. Na základě těchto středních kurzů byly propočteny křížovým pravidlem tzv. bilaterální střední kurzy zúčastněných měn vůči sobě navzájem. Centrální banky byly povinné udržovat tržní kurzy národních měn v rámci povoleného rozpětí (tzv. horního a dolního intervenčního bodu), které bylo původně stanoveno ve výši $\pm 2,25\%$ (u britské libry, italské liry, španělské pesety, portugalského escuda $\pm 6\%$). Po několika otřesech ERM v letech 1992 a 1993 byla oscilační pásma rozšířena na $\pm 15\%$. V době příprav na zahájení třetí etapy Hospodářské a měnové unie byla v rámci EMS často diskutována otázka, do jaké míry jsou takto široká pásma konzistentní s integračními cíli EU a zda je možné rozšíření pásem považovat pouze za přechodné. Skutečností však bylo, že centrální banky většiny členských zemí udržovaly dobrovolně užší pásma oscilace (často na úrovni původních $\pm 2,25\%$).

Kurzový mechanismus EMS byl doplněn **úvěrovým mechanismem**, který navázal na stávající úvěrové instrumenty v rámci ES s tím, že byl rozšířen o nové úvěrové facility, které byly spojeny s intervenčním mechanismem.

¹⁹¹ SPONER, M. Evropská měnová integrace, Finanční aspekty hospodářství. In *Sborník ESF MU*. Brno, 1998.

Maastrichtská dohoda

V únoru 1992 byla podepsána v nizozemském Maastrichtu dohoda,¹⁹² která blíže specifikuje další postup EU k hospodářské a měnové unii. Smlouva navázala na Delorsovu zprávu a blíže specifikovala z obsahového i časového hlediska jednotlivé etapy budování měnové unie. Ve smlouvě byla přijata rovněž kritéria makroekonomické konvergence pro sbližování ekonomik (tzv. Maastrichtská kritéria). Vstup do závěrečné etapy měnové unie byl podmíněn splněním těchto kritérií ekonomického sbližování. Plnění kritérií bylo průběžně sledováno Komisí ES a Evropským měnovým institutem¹⁹³. Tyto instituce informovaly Radu ES o tom, které země požadovaná kritéria plní a jsou tedy způsobilé pro přechod do závěrečné etapy.¹⁹⁴

K *vytvoření hospodářské a měnové unie*, která je charakterizována *zavedením jednotné měny euro*, došlo 1. ledna 1999. S cílem vybrat země, které se měly od počátku této fáze účastnit, se konala zvláštní vrcholná konference v Bruselu (květen 1998), na které Evropská rada představitelů států a vlád stanovila prvních jedenáct zemí Evropské unie, které se projektu společné měny účastnily od 1. ledna 1999. Podle očekávání mělo hlasování dramatické politické podtexty a nakonec došlo k akceptaci předložených návrhů Evropské komise a Evropského měnového institutu (tzn. že z různých důvodů nebyly členy EMU od počátku pouze Velká Británie, Dánsko, Řecko a Švédsko).¹⁹⁵

Třetí etapa (zahájená k 1. lednu 1999) uzavřela zavádění EMU. 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.

Ekonomické zhodnocení Evropské měnové unie

Měnovou unii lze charakterizovat jako oblast, ve které dochází k nahrazení národních měn členských zemí společnou měnou a kde odpovědnost za měnovou politiku přechází na nadnárodní instituci. Takovýto krok může na jedné straně přinést pro zainteresované země řadu výhod, na druhé straně však může být rovněž spojen s nárůstem nákladů. Přechod k jednotné měně je ekonomicky zdůvodněn, jestliže celkové přínosy převýší případné ztráty.

¹⁹² 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.

¹⁹³ Předchůdce Evropské centrální banky.

¹⁹⁴ Podle maastrichtského plánu se měl přechod do třetího stadia EMU, kdy se Evropská centrální banka měla ujmout řízení společné měnové politiky, uskutečnit nejpozději do ledna 1999, a to ve všech členských státech, které budou k tomuto okamžiku připraveny a ochotny tento přechod provést. Dnes je zřejmé, že se to podařilo.

¹⁹⁵ Podle závěrů konference Řecko nespĺnilo stanovená konvergenční kritéria, tzn. že nebylo na vstup do měnové unie ekonomicky připraveno. Ostatní tři země se k účasti samy nerozhodly. Velká Británie a Dánsko se vzhledem k výjimkám z Maastrichtské smlouvy měnové unie účastnit nemusejí a na euro zatím nepřistoupilo ani Švédsko, které se rozhodlo své připojení odložit. V případě Švédska nebylo možné veřejně vyhlásit, že odmítá vstoupit do měnové unie, čímž by mohlo dojít k prolomení důvěryhodnosti celého procesu. Proto byla neúčast Švédska zdůvodněna neplněním předepsaných kritérií. Jako hlavní důvod byla označena dlouhodobá neúčast této země v systému ERM.

Jako rozhodující ekonomická přednost Evropské měnové unie byla často zdůrazňována skutečnost, že v rámci Evropské unie dojde ke **snížení transakčních nákladů**. Ačkoliv k takové úspoře došlo, je nutné si uvědomit, že její závažnost je nepatrná. Podle odhadů Komise EU činí celkové úspory transakčních nákladů po zavedení EMU pouhé 0,5 % HDP celé EU.

Z ekonomického pohledu vyplývá opodstatněnost měnové unie v prvé řadě ze stále těsnějšího **propojování evropských finančních trhů**. Jedná se přitom o relativně nový fenomén, který se začal dynamicky rozvíjet teprve po odstranění všech kontrol pohybu kapitálu v Evropě (červenec 1990) a dovršením vnitřního trhu finančních služeb (leden 1993).

Integrované finanční prostředí s „proměnlivými“ devizovými kurzy je z tohoto hlediska neustále konfrontováno s rizikem masivního pohybu kapitálu mezi zúčastněnými státy, aniž by to bylo vysvětlitelné makroekonomickými ukazateli. V tom spočívá největší rozdíl ve srovnání s měnovou unií, kde je investiční rozhodování ovlivněno výhradně efektivním výnosem a rizikem jednotlivých investic.

Přednost měnové unie ve srovnání se systémem regionálně pevných kurzů spočívá ve fixaci směnných kurzů, resp. v zavedení společné měny, což zabrání všem poruchám, které mohou nastat vlivem spekulace na devizových trzích. Naproti tomu v případě Evropského měnového systému by bylo nutné vždy počítat se spekulativními útoky, jimiž je testována hodnověrnost stanovených paritních hodnot. Na obranu tohoto systému je potom nutné využít restriktivních monetárních opatření.

V případě vnitřního trhu s volně pohyblivými devizovými kurzy by bylo nutné počítat s tím, že může docházet ke spekulativním vlnám doprovázeným silnými výchyly devizových kurzů, zřetelně přesahujícími národní diference ve vývoji mezd a cen. V zemi se zhodnocenou měnou by došlo k znevýhodnění domácích podniků v mezinárodní hospodářské soutěži, ačkoliv se nijak nezměnila jejich technologická výkonnost ani mzdové náklady. V zemi s podhodnocenou měnou by naopak došlo ke zvýšení mezinárodní konkurenceschopnosti domácích producentů, ačkoli nedošlo ke zlepšení produktivity ani snížení mzdových nákladů.

Hlavní přednost měnové unie tedy spočívá v tom, že uvnitř EU **odstraňuje podnikatelská rizika spojená s místem výroby a rizika podmíněná změnami devizových kurzů**. Z tohoto hlediska teprve měnová unie umožní Evropě plné využití předností vnitřního trhu. V případě závažných poruch v hospodářské soutěži způsobených chybnými výkyvy devizových kurzů by nebylo možné vyloučit, že by v jednotlivých zemích znovu převládly protekcionistické tendence. Bylo by nutné počítat také s tím, že v případě silných tlaků na zhodnocení měny by se mohly objevit i snahy o omezování pohybu kapitálu, což by rovněž ohrožovalo existenci jednotného vnitřního trhu.

Zatímco měnové šoky v systému regionálně pevných kurzů znamenají především negativní makroekonomické efekty, v systému volně pohyblivých kurzů se dotýkají především mezinárodní dělby práce a jsou tedy mikroekonomické povahy. Akceptace vnitřního trhu tedy závisí v neposlední řadě na tom, aby nebyla zpochybněna funkčnost tržního mechanismu na zbožových trzích spekulativními pohyby kapitálu.

Zavedení EMU přispělo k rovným podmínkám hospodářské soutěže podniků, snížilo náklady na směnu a jistění devizového kurzu. Prohloubila se vzájemná propojenost jednotlivých zemí prostřednictvím přímých a portfoliových investic. Zvýšila se také transparentnost cen a trhu a tím i intenzita hospodářské soutěže. Měnová unie tak podpořila funkčnost jednotného vnitřního trhu. Ekonomické výhody se však neomezují pouze na zbožové trhy. Zavedením EMU vznikl v Evropě společný finanční trh, který se svým významem blíží finančnímu trhu USA. Konkurence na finančních trzích, mezi jednotlivými centry, jakož i v oblasti nabídek

finančních služeb zesílila. Z toho plynou výhody pro soukromé investory a ostatní uživatele finančních služeb. Společná měna euro se jako mezinárodní obchodní, investiční a rezervní měna stala skutečnou konkurenční měnou vzhledem k americkému dolaru (USD), čímž došlo k výrazné modifikaci mezinárodního měnového systému.

Náklady spojené se zavedením měnové unie je možné zkoumat především z makroekonomického hlediska. Jde hlavně o náklady, které vzniknou při ztrátě devizového kurzu jako nástroje hospodářské a měnové politiky, a s redukcí úlohy centrální banky ve vnitřní ekonomice.

Další náklady, které vznikly jednotlivým zemím po jejich zapojení do měnové unie můžeme analyzovat pomocí vztahu mezi mírou inflace a mírou nezaměstnanosti. Pokud je cílem vlády plná zaměstnanost, může vláda svojí expanzivní politikou snížit míru nezaměstnanosti, ale za cenu zvýšení míry inflace. Naopak při uplatňování restriktivní měnové politiky se bude snižovat míra inflace při rostoucí míře nezaměstnanosti. Dlouhodobě sice není možné využít expanzivní politiky k realizaci žádoucích výsledků v oblasti zaměstnanosti, ale pro vlády s krátkodobými cíli jsou tyto změny stále vyhledávaným nástrojem. Zapojením do měnové unie ztratily vlády možnost využít tohoto nástroje pro sledování svých cílů.

Zapojením země do měnové unie dochází také k eliminaci důležitého zdroje financování deficitu státního rozpočtu. Tímto zdrojem jsou výnosy státu z monopolu emise peněz centrální bankou. Vstupem do měnové unie, která se vyznačuje cenovou stabilitou, odpadla pro zainteresované země možnost využít tohoto způsobu financování.

Na základě výše uvedených přínosů a nákladů spojených s přechodem na měnovou unii, je možné učinit závěr, že jednotlivé země profitují na měnové unii rozdílně. Vstup do měnové unie může být pro některé země spojen i s poklesem životní úrovně.

10 EKONOMICKÉ A FINANČNÍ INDIKÁTORY A INFORMACE

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 monetární politika centrální banky, která se projeví v očekávané výši úrokových sazeb a dále ovlivní například podnikatelskou aktivitu v dané zemi. Úrokové sazby stanovené nebo ovlivněné politikou centrální banky pak mají následně vliv na finanční trhy a mohou vést k dalšímu nastavení měnové politiky v dané zemi, čímž se celý kruh uzavírá.

Pokud jsou jednotlivé indikátory posuzovány izolovaně, je nutné mít stále na paměti, že poskytují pouze omezenou vypovídací schopnost. Naopak vysokou vypovídací schopnost přinášejí v okamžiku, kdy jsou dány do širších ekonomických souvislostí. S tím, jak kolísá tržní vývoj, mění se rovněž pozornost věnovaná vývoji jednotlivých indikátorů. To jak silně zareaguje trh na jednotlivé zveřejněné údaje, je závislé na tom, do jaké míry byly tyto údaje subjekty finančního trhu očekávané. To ovšem v žádném případě nesnižuje význam těchto ekonomických ukazatelů. Právě naopak, přesné znalosti obsahu jednotlivých ekonomických indikátorů a jejich následné vazby umožní včas odhadnout nepříznivou situaci v určitém tržním odvětví nebo sektoru a umožní učinit včas potřebné nápravné kroky a tím regulovat potenciální negativní efekt.

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.

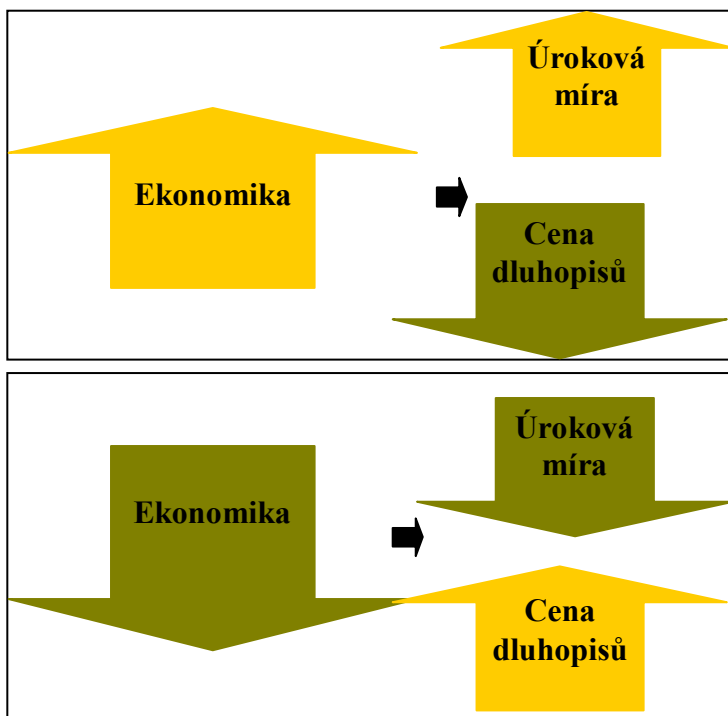
Investor drží například státní dluhopisy s výnosem 2,5 % ročně. Pokud by ovšem dluhopis měl odrážet vývoj inflačního prostředí, ve kterém inflace vzrostla oproti předchozímu období o 0,5 %, musí být nové dluhopisy emitované s výnosem alespoň 3,5 %, pokud předpokládáme růst inflace v čase. Na tomto případě 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. Z tohoto jednoduchého příkladu je možné učinit závěr ohledně výše inflace a vývoje ceny dluhopisů. S rostoucí inflací cena dluhopisů klesá.

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 banky¹⁹⁶ nebo Ministerstva financí ČR¹⁹⁷.

¹⁹⁶ Více viz <<http://www.cnb.cz/cs/index.html>>.

¹⁹⁷ Více viz <<http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/>>.

Schéma 28: Závislost mezi vývojem ekonomiky, úrokovou sazbou a cenou dluhopisů



Pramen: vlastní vyobrazení

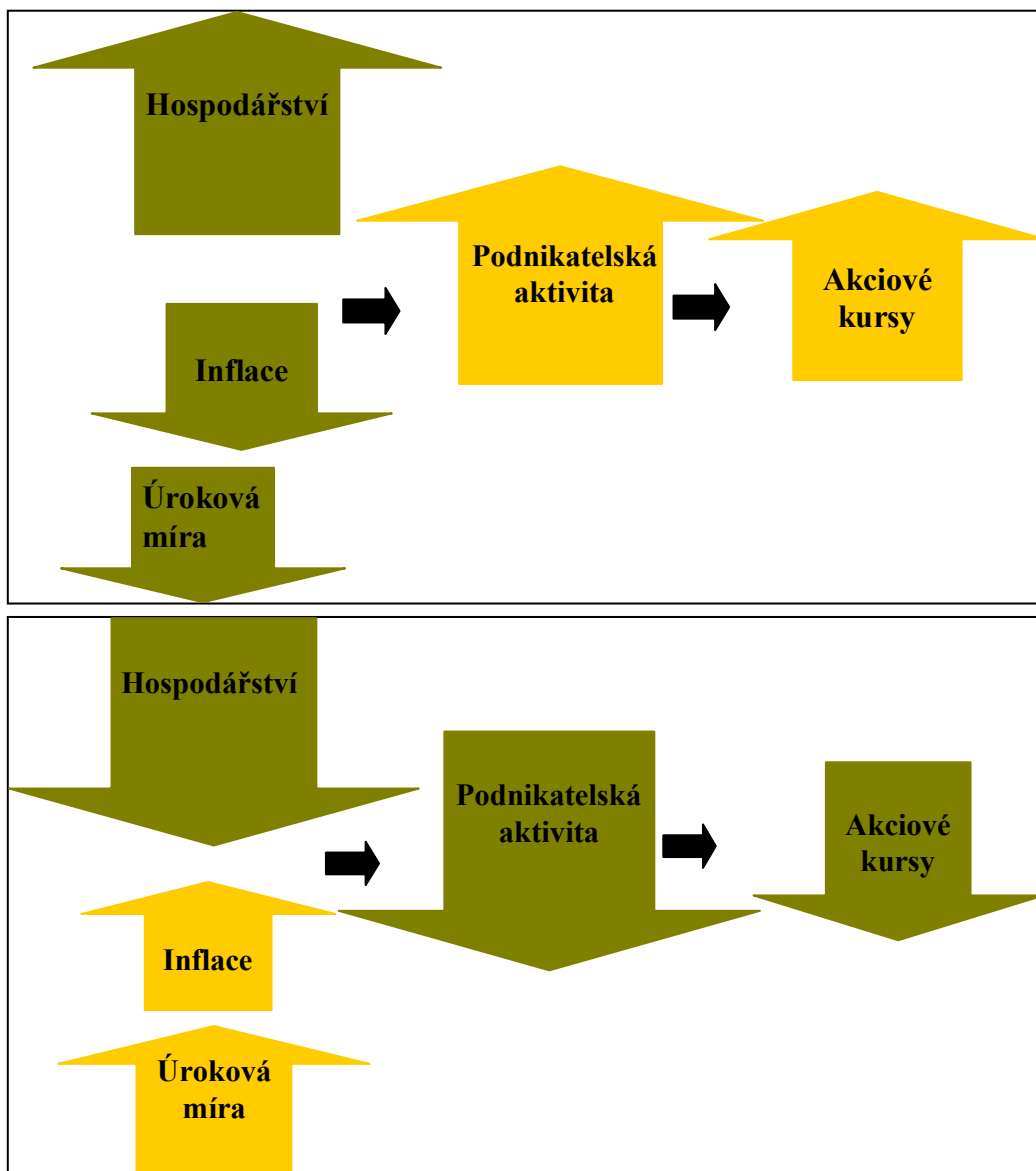
Kurzy akcií, výsledky podnikatelské činnosti, hospodářský růst, inflace a úroky

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. V případě ekonomické recese jsou očekávány špatné ekonomické výsledky podniků a tento pesimismus se rovněž negativně projeví do vývoje akciových kurzů.

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. Inflační tendence jsou propojeny s růstem pesimistických a negativních očekávání ohledně vývoje na akciových trzích, což se projevuje poklesem akciových kurzů. Inflace navíc zvyšuje úrokové sazby a tím rostou náklady dlužníků na splácení úvěrů.

Samozřejmě platí, že na akciové kurzy mají vliv i další faktory, například kvalita managementu firem (které veřejně nabízejí své akcie na burze), změny v managementu v těchto firmách, technologické inovace atd. Jedná se tedy o faktory v rámci dané firmy nebo sektoru odvětví. Nicméně stále platí, že hospodářský cyklus, inflace a úroková míra jsou hlavní globální faktory, které podstatnou mírou přispívají k vývoji akciových kurzů a celého akciového trhu.

Schéma 29: Závislost mezi vývojem ekonomiky, úrokovou sazbou, inflací a kurzem akcií



Pramen: 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. Klesající úrokové míry pak vedou ke znehodnocení domácí měny. Platí tedy pravidlo, že čím vyšší úroková míra, tím vyšší zisky z investování do dané měny. Následně se tato měna stává oblíbenou, ale také drahou.

Zejména na devizovém trhu přichází ke slovu největší tržní hráči, kterými jsou centrální banky. Ve Spojených státech je centrální banka představována Federálním rezervním fondem (the Federal Reserve System – Fed)¹⁹⁸ a hraje důležitou roli pro vývoj celého světového trhu. Proto rozhodnutí „Fedu“ ohledně směřování americké monetární politiky je netrpělivě očekáváno v celém zbytku světa. V České republice je funkce centrální banky svěřena České

¹⁹⁸ Více viz <<http://www.federalreserve.gov/>>.

národní bance¹⁹⁹. Centrální banka určuje a ovlivňuje úrokové sazby prostřednictvím svých hlavních úrokových měr, příležitostně pak zasahuje do vývoje svými intervencemi na devizovém trhu. Tímto způsobem ovlivňuje množství peněz v oběhu. Více peněz do ekonomiky plyne, pokud centrální banka sníží úrokové sazby. Obráceně, pokud centrální banka úrokové sazby zvýší, množství peněz v oběhu klesá. Centrální banka se tímto snaží bojovat proti zvýšené míře inflace.

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. Každý z indikátorů vypovídá o jednotlivém oboru národního hospodářství a jejich souhrn přináší informace o situaci v hospodářství jako celku. V rámci dané země je každý indikátor sledován a počítán zpravidla příslušným statistickým úřadem. Metodika výpočtu se může v jednotlivých zemích mírně lišit, což omezuje možnost vzájemného srovnání.

Z vyspělých zemí analyzují a sledují nejvíce dat Spojené státy. Záznamy dat jsou sbírány pravidelně od konce 40. let, ačkoliv ve Spojených státech není žádný centrální úřad, který by vydával statistická data. Existuje zde ale řada lokálních úřadů a institucí, které jsou pověřeny zpracováním a sběrem dat z určitých oblastí. V Evropské unii je zde jeden centrální orgán – Eurostat²⁰⁰, který je zodpovědný za vedení statistických dat v EU. ČR má svůj vlastní Český statistický úřad²⁰¹, kde lze nalézt informace o sledovaných veličinách, včetně jejich vývoje od počátku 90. let, a to včetně analýz vývoje a budoucích predikcí.

Tržní reakce na hospodářské indikátory

Význam indikátorů se může naplno projevit pouze v případě, že jsou sledovány v souvislostech, nikoli izolovaně. Konkrétní indikátor vždy poskytuje informaci pouze o dílčím segmentu hospodářství a musí tedy být analyzován v širším kontextu. To, jak silně trh na zveřejnění určité informace zareaguje, je vždy ovlivněno rozdílem mezi očekávanou a skutečnou hodnotou daného indikátoru.

10.2 Hrubý domácí produkt

Vysvětlení HDP

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). Hodnoty HDP v roce 2008 u vybraných zemí můžete vidět v následující tabulce:

¹⁹⁹ Více viz <<http://www.cnb.cz/cs/index.html>>.

²⁰⁰ Více viz <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>>.

²⁰¹ Více viz <<http://www.czso.cz/>>.

Tabulka 14: Žebříček zemí s nejvyšším HDP v roce 2008

Místo	Země	HDP v milionech USD
-	Svět	60 689 812
-	EU	18 394 115
1	USA	14 264 600
2	Japonsko	4 923 761
3	Čína	4 401 614
4	Německo	3 667 513
5	Francie	2 866 737
6	Velká Británie	2 674 085
7	Itálie	2 313 893
8	Rusko	1 676 586
9	Španělsko	1 611 767
10	Brazílie	1 572 839
40	Česká republika	217 077
58	Slovensko	95 404

Pramen: upraveno podle Mezinárodní měnový fond. Dostupné na: <<http://www.imf.org/>>

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. Proto velikost HDP získáme tak, že sečteme celkové důchody, které vyplácejí firmy domácnostem (důchodová metoda), nebo tak, že sečteme všechny výdaje na nákup finálních statků.

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).

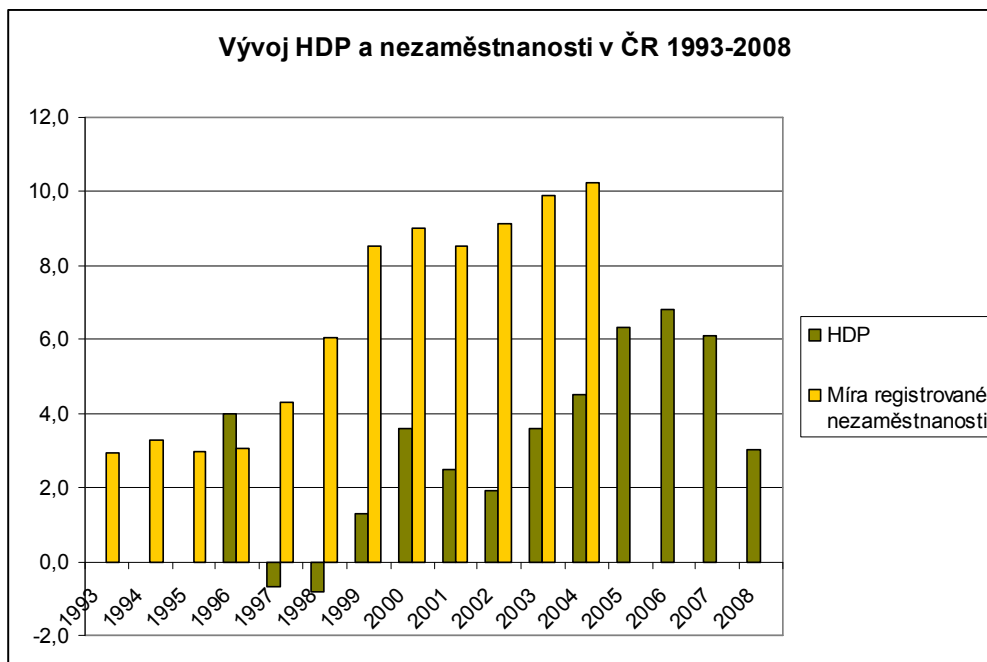
Pokud tyto důchody sečteme, zjistíme, že vypočítaný národní důchod se nerovná HDP. Aby byly obě veličiny shodné, je nutné provést určité úpravy. Je nutné zohlednit následující položky:

- 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.

Pokud tyto okolnosti zohledníme a připočítáme k národnímu důchodu, měly by být oba ukazatele shodné.

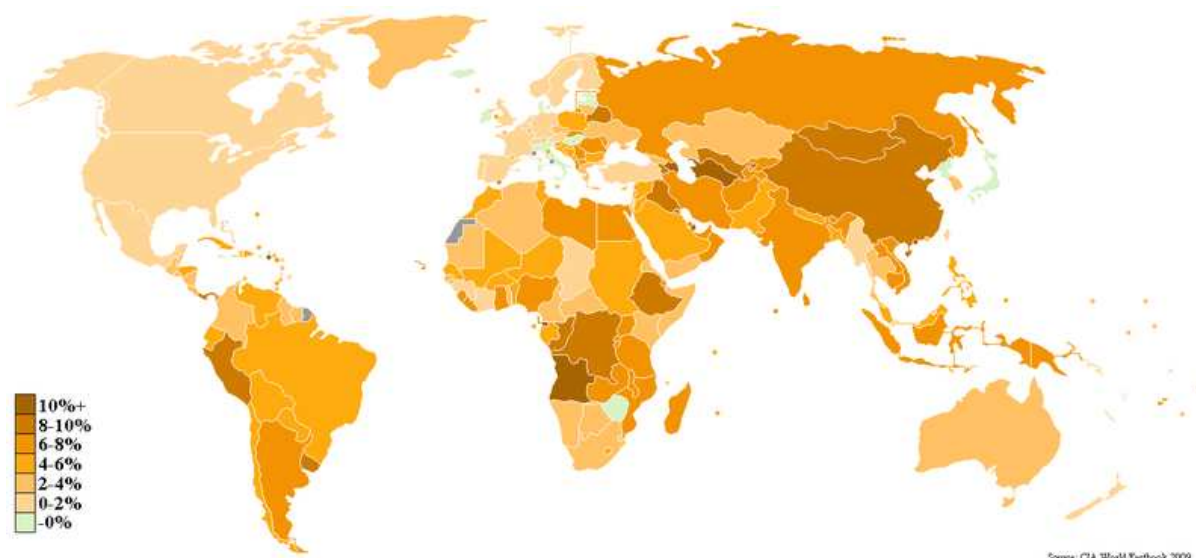
Růst HDP nad 2 % je všeobecně považován za pozitivní signál, pokud ovšem je tento růst doprovázen vysokou mírou zaměstnanosti (zaměstnanost blízko hodnoty plné zaměstnanosti, v tomto případě se hovoří o míře nezaměstnanosti 5,5 – 6 %). Rychlejší tempa růstu ekonomiky mohou vést k růstu inflace a přehřátí ekonomiky. Na druhou stranu nižší tempa růstu HDP naznačují slabý hospodářský výsledek.

Schéma 30: Vývoj HDP a míry nezaměstnanosti v ČR 1993 – 2008



Pramen: Český statistický úřad. Dostupné na: <<http://www.czso.cz/>>

Schéma 31: Reálný růst HDP ve světě, rok 2007



Pramen: CIA World Factbook 2009. Dostupné na <<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/index.html>>

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.

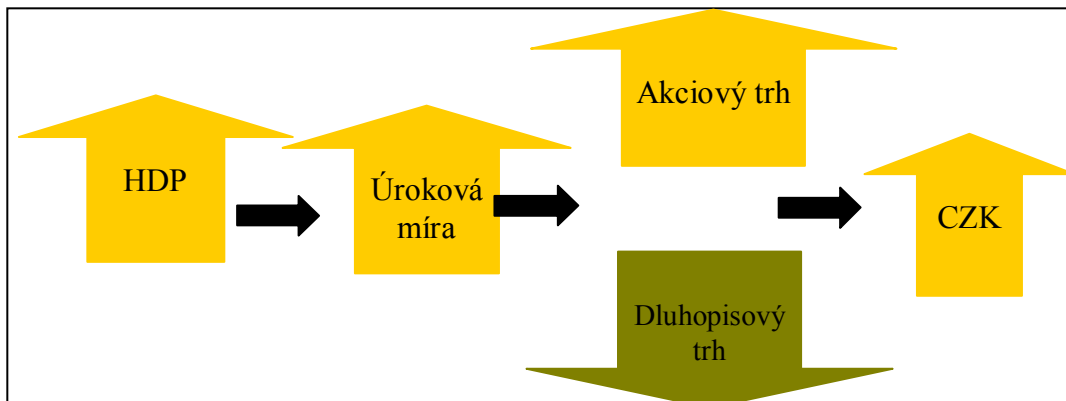
Reálná hodnota HDP navíc slouží jako ukazatel, prostřednictvím kterého je možné porovnávat výkonnost ekonomiky různých zemí. Hrubý domácí produkt očistíme od vlivu inflace tak, že statky ve spotřebním koši oceníme cenami určitého výchozího roku (v případě České republiky se za výchozí ceny berou ceny z let končící na nulu nebo pětku, například rok 1995, 2000, 2005, 2010 atd. Tento postup v sobě obsahuje jistou míru neurčitosti, například není schopen vyhodnotit situaci, kdy došlo k poklesu ceny určitého produktu, nebo kdy došlo k růstu ceny vlivem určité technické inovace nebo zvýšení kvality výrobku. Příkladem mohou být informační technologie a jejich vývoj v posledních letech. Od 90. let informační technologie zaznamenaly dramatický nárůst kvality i výkonnosti, a to vše současně při výrazném poklesu ceny.

Souvislosti mezi vývojem HDP a finančním trhem

Pro finanční trhy jsou údaje o výši HDP (především čtvrtletní) velmi důležité a jsou podrobovány analýze. Rostoucí míra HDP svědčí o *hospodářském růstu*. Často může být hospodářský růst doprovázen inflačními tendencemi. Pokud se očekává inflační vývoj, otevírá se pozice pro zásah ze strany centrální banky. Centrální banka může intervenovat prostřednictvím stanovení výše základních úrokových sazeb (což má v případě růstu negativní vliv na cenu dluhopisů). V případě růstu úrokových sazeb tedy růst výkonnosti ekonomiky negativně působí na situaci na dluhopisovém trhu. Obráceně platí, že růst výkonnosti ekonomiky pozitivně ovlivňuje situaci na trhu akciovém. Stejně tak existuje souvislost mezi vývojem hospodářství a devizovým kurzem domácí měny. Pokud výkonnost hospodářství roste, domácí měna se zhodnocuje. Tento vztah platí prostřednictvím několika navazujících kroků: Rostoucí ekonomika tlačí na růst inflace, v tomto okamžiku zasáhne centrální banka,

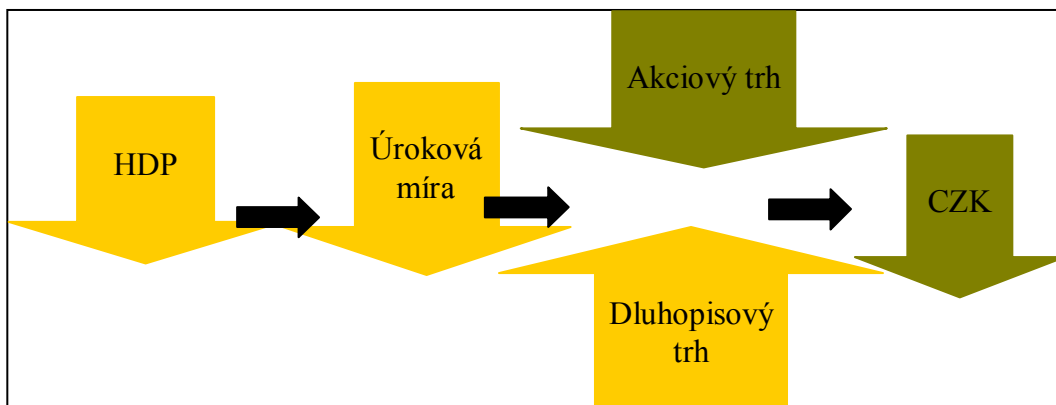
kteřá se pŕes růst svých hlavních úrokových sazeb snaží omezit inflaci. Zvýšení úrokových sazeb pŕitahuje investory, roste poptávka po domácí měně a tato měna zhodnocuje.

Schéma 32: Závislost mezi růstem HDP a situací na finančním trhu



Pramen: vlastní vyobrazení

Schéma 33: Závislost mezi poklesem HDP a situací na finančním trhu



Pramen: vlastní vyobrazení

10.3 Inlace

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

Měření inflace

Inflaci 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. S růstem cenové hladiny je spojen pokles kupní síly peněz, což znamená, že si za peněžní jednotku koupíme méně než v předchozím období. Méně častým jevem je opak inflace neboli deflace, která se vyznačuje trvalým poklesem cenové hladiny a růstem kupní síly peněz. Cenovou hladinu měříme pomocí cenových indexů.

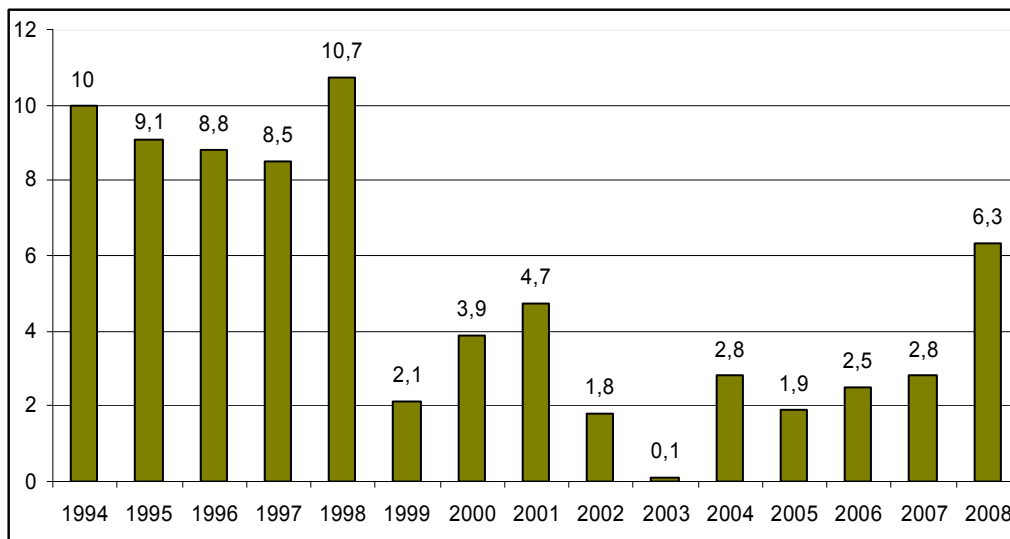
Cenový index je poměr nákladů na pořízení určitého souboru statků a služeb v běžném období a v základním období.

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 %).

Schéma 34: Vývoj míry inflace v ČR (v %)



Pramen: Český statistický úřad. Dostupné na: <<http://www.czso.cz/>>

V praxi se běžně používají tři cenové indexy:

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

Index spotřebitelských cen

Výchozím 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.

Tabulka 15: Index spotřebitelských cen

Struktura spotřebního koše rok 2005 (váha v ‰)	
Potraviny a nealkoholové nápoje	162,6
Alkoholické nápoje, tabák	81,7
Odívání a obuv	52,4
Bydlení, voda, energie, paliva	248,3
Bytové vybavení, zařízení domácností. Opravy	58,1
Zdraví	17,9
Doprava	114,1
Pošty a komunikace	38,7
Rekreace a kultura	98,6
Vzdělání	6,2
Stravování a ubytování	58,4
Ostatní zboží a služby	63,0
Celkem	1000

Pramen: Český statistický úřad. Dostupné na: <<http://www.czso.cz/>>

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.

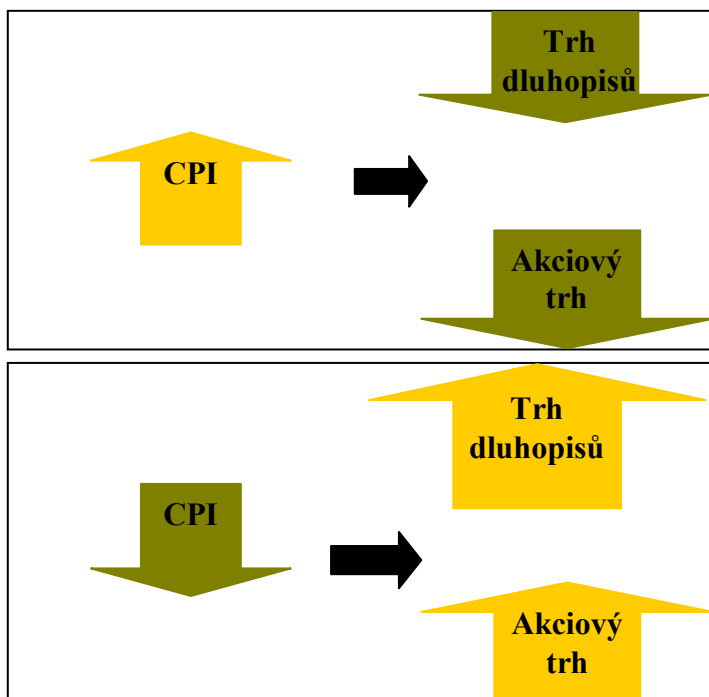
Kromě indexu spotřebitelských cen počítá Český statistický úřad také měsíčně, tzv. **harmonizovaný index spotřebitelských cen** (dále jen HICP) pro Českou republiku. Harmonizované indexy spotřebitelských cen (HICPs) se používají k hodnocení inflační konvergence podle požadavků Článku 121 Amsterdamské smlouvy. Jsou základem pro Index spotřebitelských cen Měnové unie, Evropský index spotřebitelských cen a Index spotřebitelských cen Evropského hospodářského prostoru. HICPs jsou sestavovány na základě uzákoněné metodiky, závazné pro všechny členské státy EU.

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. Zpětné platby jsou při splatnosti většinou nižší.

To dělá půjčky jako postranní efekt vyšší inflace méně atraktivními. Proto reagují také trhy s obligacemi poklesem kurzu a vzestupem indexu spotřebitelských cen, kde je vyšší dopad než očekávaný.

Schéma 35: Závislost mezi CPI a trhem akcií a dluhopisů



Pramen: vlastní vyobrazení

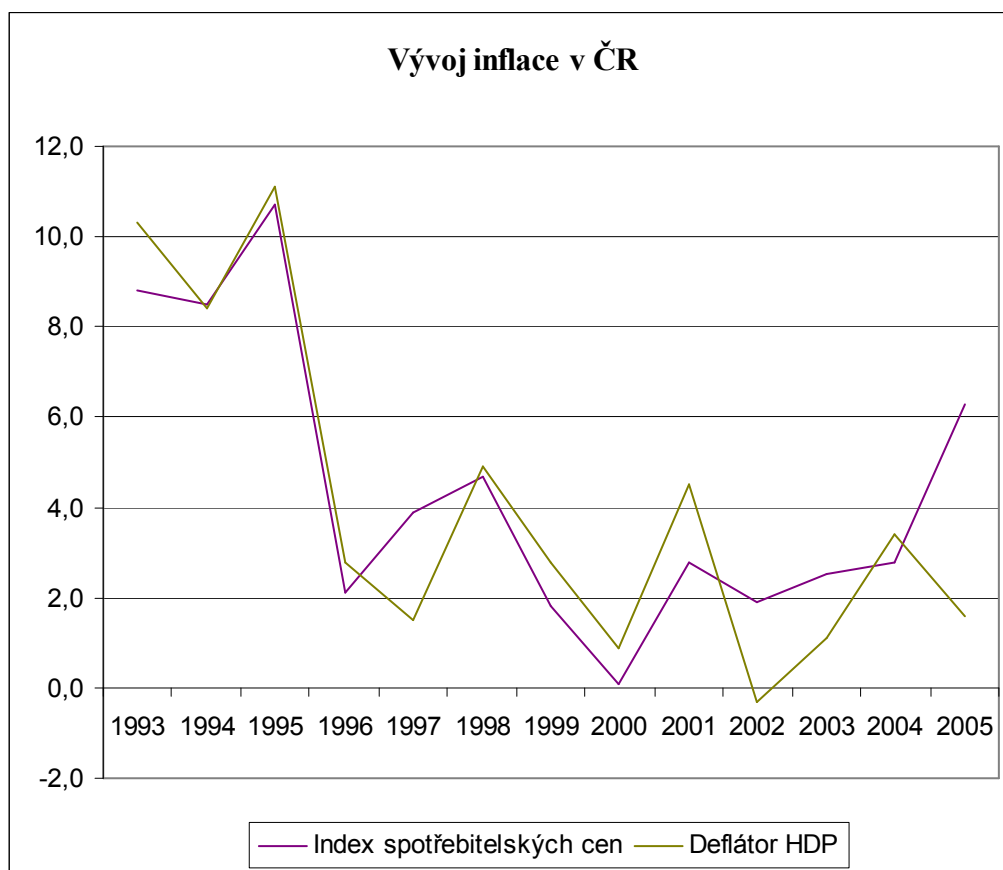
Deflátor HDP

Deflátor HDP (IPD) je další cenový index, který je definován jako podíl nominálního HDP k reálnému HDP (to znamená 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. Cenový deflátor je tedy komplexnějším ukazatelem inflace. Index spotřebitelských cen zase lépe odráží změnu cen statků nakupovaných domácnostmi. Proto bývá index spotřebitelských cen také označován jako index životních nákladů.

Schéma 36: Inlace měřená indexem spotřebitelských cen a deflátorem HDP



Pramen: Český statistický úřad. Dostupné na: <<http://www.czso.cz/>>

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.

Ceny průmyslových výrobců jsou zjišťovány měsíčně na základě údajů z vybraných organizací (cca 1200) za vybrané reprezentanty (cca 4700). Vykazované ceny jsou ceny sjednané mezi dodavatelem a odběratelem v tuzemsku bez DPH a spotřební daně (bez nákladů na dopravu k zákazníkovi a nákladů s ní spojených), fakturované za významnější obchodní případy. Z vykázaných cen se na stálých vahách počítá index cen průmyslových

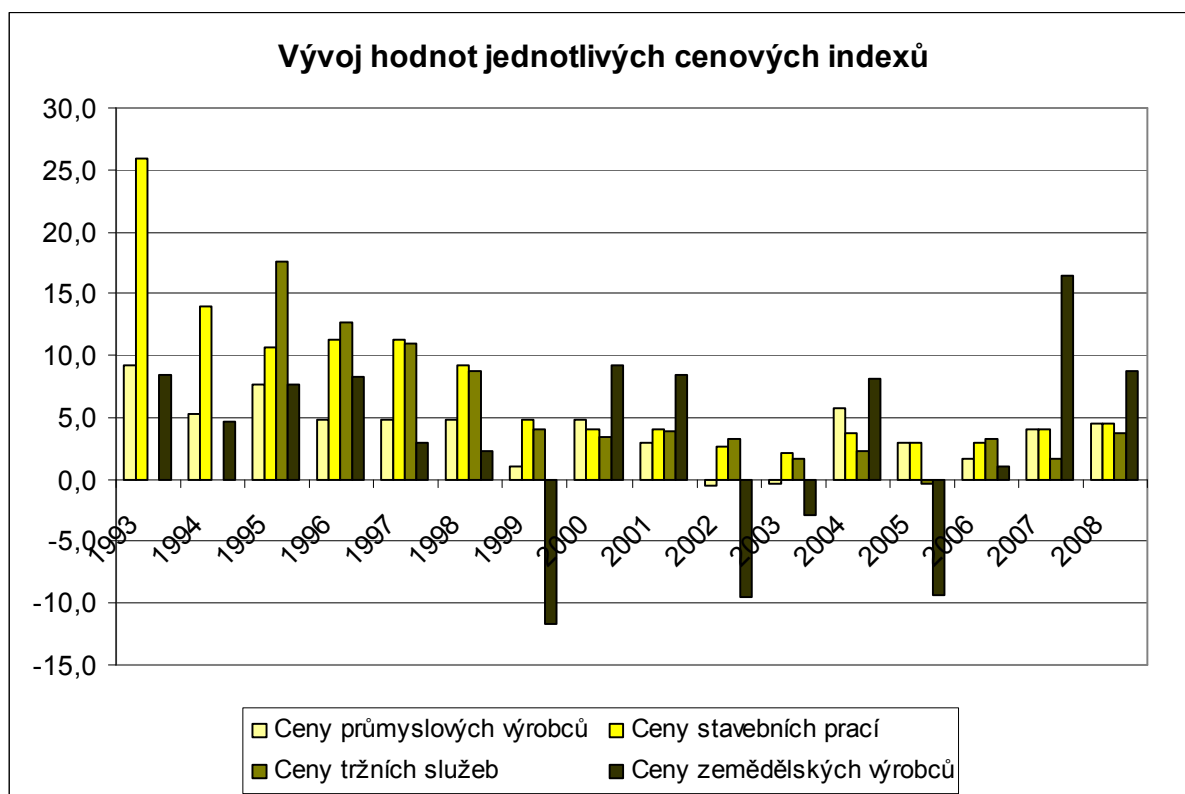
výrobců. Ten měří průměrný cenový vývoj všech průmyslových výrobků vyrobených a prodaných na domácím trhu. *Růst (pokles) cen průmyslových výrobců udává, o kolik procent se v daném měsíci zvýšila (snížila) průměrná cenová hladina těchto cen v porovnání s průměrnou cenovou hladinou ve stejném období předchozího roku.*

Indexy cen stavebních prací jsou počítány čtvrtletně na základě dat ze specializovaného výkaznictví. Měsíční indexy jsou proto odhadovány na podkladě výsledků dalších měsíčních šetření Českého statistického úřadu. Vstupními hodnotami pro odhady indexů jsou indexy cen stavebních prací ze čtvrtletního šetření a indexy cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví za běžný měsíc. Do odhadů hodnot indexů jsou kromě materiálových vlivů zahrnuty i vlivy nemateriálové povahy. Jedná se především o pohyb průměrné měsíční mzdy ve stavebnictví, dopravní náklady, režie a zisk. Odhady měsíčního vývoje indexů cen se vždy po uplynutí čtvrtletí (45. den) zpětně zpřesňují podle nejnovějších výsledků přímého čtvrtletního šetření cen. Indexy cen stavebních děl se počítají z cenových indexů stavebních prací zjišťovaných čtvrtletním záměrným výběrovým šetřením. Průměrně 750 respondentů vykazuje ceny sjednané mezi dodavatelem a odběratelem za jednotku stavební práce provedené vlastními pracovníky zpravodajské jednotky na území ČR. Do ceny se nezahrnují náklady spojené se zařízením staveniště a nezapočítává se daň z přidané hodnoty. Měsícem zjišťování je vždy druhý měsíc čtvrtletí. *Změna hodnoty indexu cen stavebních prací i stavebních děl (růst resp. pokles) udává, o kolik procent se ve sledovaném období zvýšila resp. snížila průměrná cenová hladina těchto cen v porovnání s cenovou hladinou ve srovnávacím období. Srovnávacím obdobím je stejné období předchozího roku.*

Ceny tržních služeb zahrnují následující ceny v podnikatelské sféře (tj. mezi podnikatelskými subjekty). Jedná se o nákladní dopravu a skladování, poštovní a kurýrní služby, telekomunikační služby, finanční služby, pojišťovnictví, informační a komunikační služby, odborné služby a služby v oblasti nemovitostí, administrativní a podpůrné služby. Stálou váhou úhrnného indexu je souhrn vah za jednotlivé okruhy služeb za rok 2005. *Růst (pokles) cen tržních služeb udává, o kolik procent se v daném měsíci zvýšila (snížila) průměrná cenová hladina těchto cen v porovnání s průměrnou cenovou hladinou ve stejném měsíci předchozího roku.*

Ceny zemědělských výrobců jsou měsíčně zjišťovány u cca 500 vybraných výrobců v zemědělském sektoru (u soukromých, družstevních, příp. státních firem). Ceny jsou očištěny od daně z přidané hodnoty. Zjišťovány jsou realizační, smluvní ceny (bez vlastní spotřeby), určené pro tuzemský trh. Od 1. 1. 2005 jsou ceny zemědělských výrobců zjišťovány u 95 základních zemědělských výrobků (cenových reprezentantů), z toho je 62 rostlinných (včetně ovoce a zeleniny) a 33 živočišných. Váhové podíly se stanovují pro výrobky i pro jejich agregáty a jsou rozděleny na sezónní (ovoce a zelenina) a nesezónní většinou část. Tyto váhové podíly mají stejnou hodnotu v každém měsíci roku. Pouze u agregace ovoce a zelenina (sezónní vliv) se využívá vah, které se v jednotlivých měsících odlišují. Základním cenovým obdobím je průměr roku 2005 = 100. *Růst (pokles) cen zemědělských výrobců udává, o kolik procent se v daném měsíci zvýšila (snížila) průměrná cenová hladina těchto cen v porovnání s průměrnou cenovou hladinou ve stejném období předchozího roku.*

Schéma 37: Vývoj cenových indexů 1993 – 2008

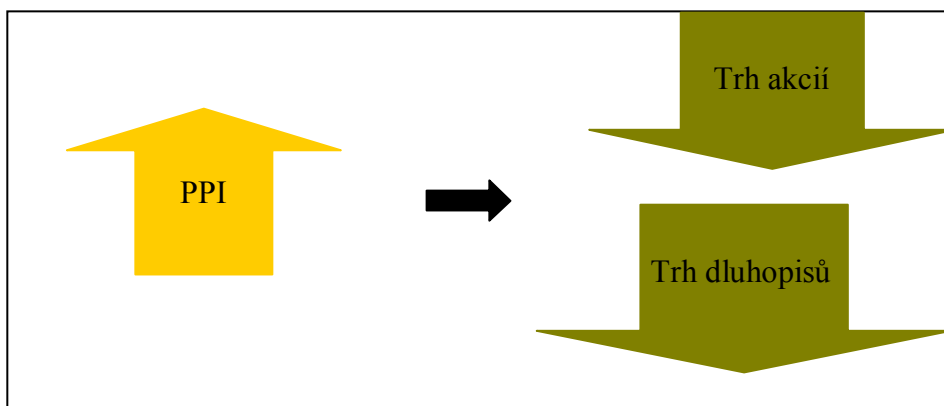


Pramen: vlastní vyobrazení

Inflace a finanční trh

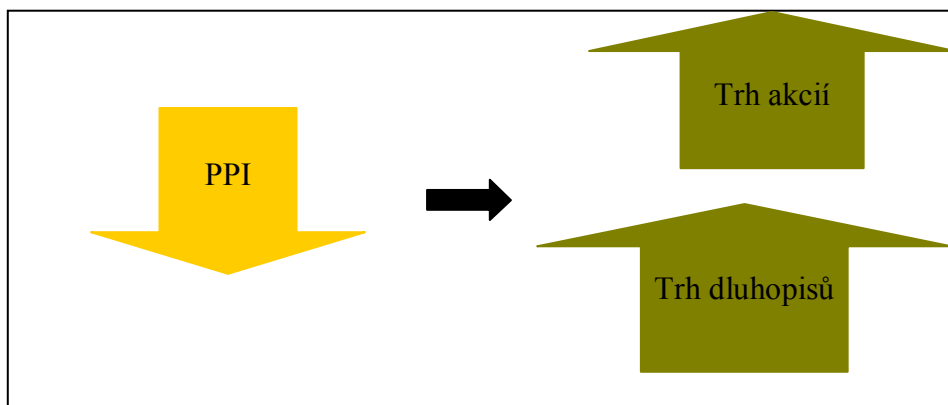
Pokud růst indexu cen výrobců je vyšší než účastníci trhu očekávají, tak akciový trh i trh půjček reaguje vznikem kurzových ztrát, neboť vyšší inflace a klesající kupní síla působí negativně na výnosy a dividendy z podnikání. Následně reaguje akciový trh na neočekávanou výši inflace kurzovými ztrátami. Také trh půjček reaguje kurzovými ztrátami při vyšší inflaci, jelikož kupónové platby a reálně splatné částky ztrácí při splatnosti svoji hodnotu. Tyto faktory dělají půjčky méně atraktivními.

Schéma 38: Vliv růstu inflace na trh akcií a dluhopisů



Pramen: vlastní vyobrazení

Schéma 39: Vliv poklesu inflace na trh akcií a dluhopisů



Pramen: vlastní vyobrazení

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 %. Pro ekonomiku s mírnou inflací je charakteristická důvěra lidí v peníze, což se projevuje například tím, že jsou ochotni držet peníze v bankách na běžných účtech. **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. Vedle cen zboží a služeb tedy rostou rovněž ceny výrobních faktorů (např. práce, tedy mzda). Dlouhodobě se tedy s růstem cen zvyšují také příjmy lidí. V inflačním prostředí se snižuje kupní síla peněz, ale nesnižuje se kupní síla obyvatelstva jako celku.

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. V realitě je ovšem inflace nevyrovnaná. **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.

Inflace dále postihuje držitele fixních důchodů. V současném sociálním zákonodárství je proto většinou zakotvena valorizační doložka, která reálnému poklesu důchodů zabraňuje.

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**.

Inflační cíl pro celkovou inflaci je ve výši 3 % platný od ledna 2006 do prosince 2009. ČNB zároveň usiluje o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod²⁰² na obě strany.

Inflační cíl pro celkovou inflaci ve výši 2 % bude platný od ledna 2010 do přistoupení ČR k Eurozóně. ČNB bude stejně jako doposud usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany.

Protiinflační politika je souhrn opatření, která působí na stranu poptávky nebo na stranu nabídky. Protiinflační opatření regulující agregátní poptávku mají podobu restriktivní fiskální nebo monetární politiky. Vláda snížením vládních výdajů, popř. zvýšením daní nebo centrální banka snížením množství peněz v oběhu (prostřednictvím úrokových sazeb, povinných minimálních rezerv) sníží agregátní poptávku. Další možností je snížení inflačního očekávání prostřednictvím cílování inflace (které vykonává ČNB).

Protiinflační politika může být zaměřena i na stranu nabídky, kdy jde o opatření v rámci důchodové politiky. Cílem důchodové politiky je zamezit tomu, aby růst mezd dále podporoval mzdově-inflační spirálu. Jedná se o státní opatření v podobě:

- mzdového moratoria,
- limitů růstu mezd,
- dobrovolného omezení růstu mezd.

Mzdové moratorium je zákaz jakýchkoli mzdových úprav. Jedná se o radikální opatření, v platnosti je vždy jen na určitou dobu. **Limity růstu mezd** stanovují maximální procentní nárůst mezd. Mohou se jevit i jako kontraproduktivní, pokud jsou vnímány jako směrný nárůst mezd. **Dobrovolné omezení růstu mezd**, které má charakter doporučení, jsou pak kompromisem ve vyjednávání mezi zaměstnavateli a zaměstnanci, případně vládou. Tyto nástroje důchodové politiky jsou používány pouze ve výjimečných situacích. Jedná se o tržně nekonformní nástroje, které snižují informační funkci cen, tedy i efektivní alokaci zdrojů. Obecně platí, že jakákoli restriktivní důchodová politika by měla být současně doprovázena restrikcí na straně agregátní poptávky. Agregátní poptávka představuje celkovou poptávku domácností, firem a státu po finální produkci při dané úrovni cenové hladiny.

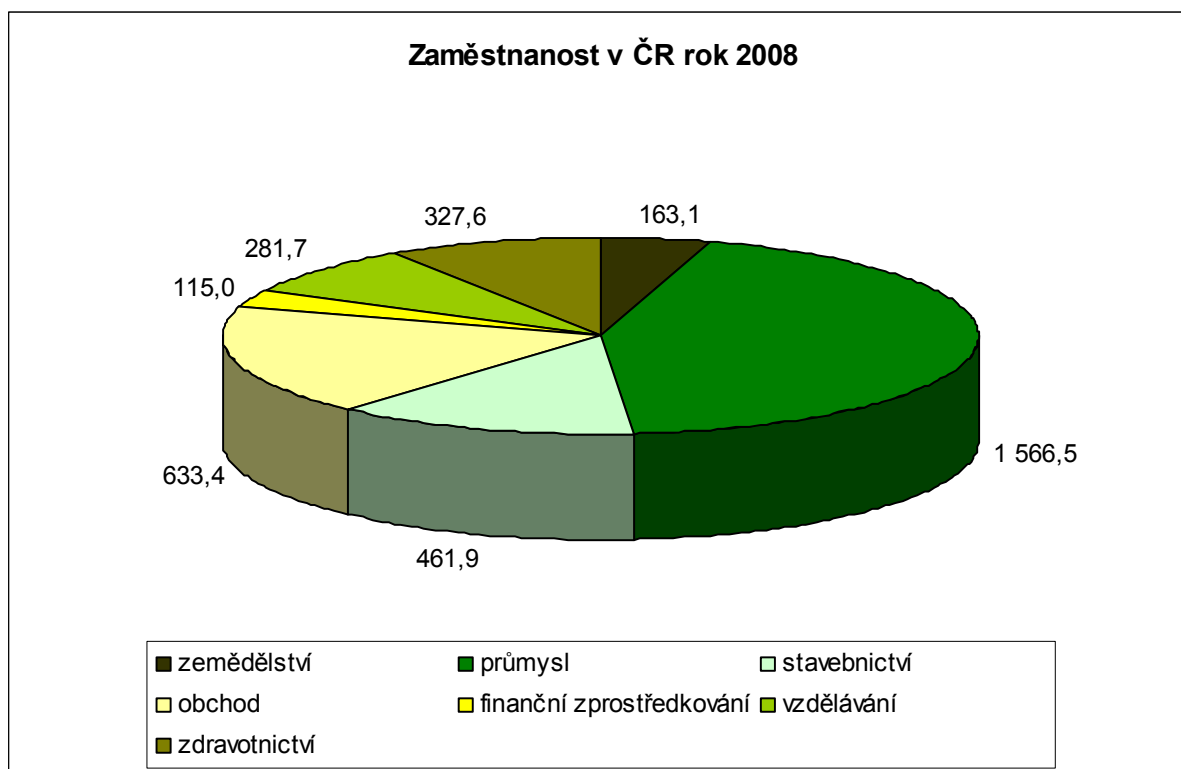
10.4 Trh práce

Údaje týkající se trhu práce patří k důležitým indikátorům, na které je kladem velký význam a to nejen účastníky finančního trhu. Každé čtvrtletí Český statistický úřad zveřejňuje informace o vývoji průměrných mezd, které získává z podnikového výkaznictví. To poskytuje

²⁰² Pokud se určitá hodnota (např. inflace či také úroky) změní o jeden procentní bod, znamená to, že se změní o jedno procento původního základu. Skutečná hodnota inflace by měla zůstat mezi 2 % a 4 %, tedy o jeden procentní bod pod nebo nad 3 %.

spolehlivé údaje o průměrných mzdách v národním hospodářství, které lze třídit podle podnikových hledisek, např. podle odvětví a velikostí podniků. Vedle toho existují data ze strukturální statistiky, která mají za cíl poskytovat co nejpodrobnější informace o mzdách jednotlivých zaměstnanců s použitím množství různých třídění, zejména podle zaměstnání. Získává se také pohled na mzdovou distribuci, tedy to, jak jsou mzdy mezi zaměstnanci rozprostřeny. Výsledky strukturální statistiky zveřejňuje Český statistický úřad ve spolupráci s Ministerstvem práce a sociálních věcí ČR od roku 1996. Jsou v ní zjišťovány mzdy jednotlivých zaměstnanců a nikoli celkové objemy na úrovni podniků či organizací. Jsou podrobně zjišťovány složky hrubého výdělku a také důležité personální údaje o zaměstnanci (pohlaví, vzdělání, věk). Získává se tak velmi detailní statistika, která slouží podrobným analýzám trhu práce a jeho vývoje. Do hrubých mezd se ve strukturální statistice počítají všechny mzdy za práci včetně prémie, odměn a dalších platů, dále veškeré náhrady mzdy za neodpracovanou dobu (dovolenou, svátky, překážky v práci apod.) a odměny za pracovní pohotovost za celý rok. Průměrná mzda zaměstnance v daném roce je vypočtena poměrením s jeho placenou dobou, tedy počtem měsíců, za které mzdu či náhradu mzdy skutečně pobíral. Odečtena je tedy doba nemocí a dalších neplacených nepřítomností v práci za daný rok. Vypočtená průměrná hrubá měsíční mzda (v Kč) tak vypovídá o srovnatelných mzdových úrovních v různých zaměstnáních (pracovních místech), při přesně zjištěném objemu placené doby.

Schéma 40: Zaměstnanost v České republice, rok 2008



Pramen: Český statistický úřad. Dostupné na: <<http://www.czso.cz/>>

Vybrané indikátory trhu práce

Počet zaměstnaných osob (v hlavním zaměstnání) v národním hospodářství

Za *zaměstnané* se považují všechny osoby patnáctileté a starší, obvykle bydlící na sledovaném území, které v průběhu referenčního týdne pracovaly alespoň 1 hodinu za mzdu, plat nebo

jinou odměnu, nebo sice nebyly v práci, ale měly formální vztah k zaměstnání. Není proto rozhodující, zda pracovní aktivita těchto osob měla trvalý, dočasný, sezónní či příležitostný charakter a zda měly jen jedno nebo více souběžných zaměstnání, nebo zda současně studovaly, pobíraly nějaký důchod apod. Do kategorie zaměstnaných náleží všichni placení zaměstnaní a všichni zaměstnaní ve vlastním podniku (podnikatelé a pomáhající rodinní příslušníci). Podle mezinárodní metodiky jsou mezi zaměstnané zahrnováni profesionální příslušníci armády a osoby na mateřské dovolené, které před jejím nástupem pracovaly.

Podle mezinárodní metodiky nejsou mezi zaměstnané zahrnovány osoby na mateřské dovolené, které před nástupem nepracovaly. Osoby na další mateřské dovolené nebo na rodičovské dovolené jsou klasifikovány jako *osoby ekonomicky neaktivní* nebo nezaměstnané, podle toho zda splňují či nesplňují podmínky pro zařazení mezi nezaměstnané.

Ukazatel je konstruován podle metodiky Eurostatu vypracované na základě doporučení Mezinárodní organizace práce (ILO).

Počet nezaměstnaných osob

Ukazatel je odhadem získaným z výběrového šetření pracovních sil. Za *nezaměstnané* se podle mezinárodně srovnatelné metodiky považují všechny osoby patnáctileté a starší, obvykle bydlící na sledovaném území, které v průběhu referenčního týdne souběžně splňovaly 3 podmínky:

- nebyly zaměstnané,
- byly připraveny k nástupu do práce, tj. během referenčního období byly k dispozici okamžitě nebo nejpozději do 14 dnů pro výkon placeného zaměstnání nebo sebezaměstnání,
- v průběhu posledních 4 týdnů hledaly aktivně práci (prostřednictvím úřadu práce nebo soukromé zprostředkovatelny práce, přímo v podnicích, využíváním inzerce, podnikáním kroků pro založení vlastní firmy, podáním žádosti o pracovní povolení a licence nebo jiným způsobem).

Mezi nezaměstnané patří i osoby, které nehledají práci, protože ji již našly a jsou schopny do ní nastoupit nejpozději do 14 dnů. Ukazatel je konstruován podle metodiky Eurostatu vypracované na základě doporučení Mezinárodní organizace práce. Zařazení do této kategorie nesouvisí s kategorií registrovaných uchazečů o zaměstnání na úřadech práce a ani s faktem, zda tyto osoby pobírají či nepobírají příspěvek v nezaměstnanosti či jiné sociální dávky nebo příspěvky.

Pracovní síla v národním hospodářství

Ukazatel je definován jako součet zaměstnaných osob (v hlavním zaměstnaneckém poměru) v národním hospodářství a nezaměstnaných osob.

Ekonomicky neaktivní

Ukazatel je odhad získaný z výběrového šetření pracovních sil. Ekonomicky neaktivní jsou všechny osoby patnáctileté a starší, obvykle bydlící na sledovaném území, které v referenčním období nepatřily do kategorie "pracovních sil", tj. nemohou být klasifikovány jako osoby zaměstnané nebo nezaměstnané. Ukazatel je konstruován podle metodiky Eurostatu vypracované na základě doporučení Mezinárodní organizace práce.

Obecná míra nezaměstnanosti

Obecná míra nezaměstnanosti vyjadřuje podíl počtu nezaměstnaných na celkové pracovní síle (v procentech), kde číselník i jmenovatel jsou ukazatele konstruované podle mezinárodních definic.

Míra dlouhodobé nezaměstnanosti

Míra dlouhodobé nezaměstnanosti vyjadřuje podíl počtu nezaměstnaných jeden rok a déle na celkové pracovní síle (v procentech), kde v čitateli je počet nezaměstnaných jeden rok a déle a ve jmenovateli je celkový počet osob s jediným nebo hlavním zaměstnáním plus celkový počet nezaměstnaných.

Míra ekonomické aktivity

Míra ekonomické aktivity vyjadřuje podíl pracovní síly (zaměstnaných a nezaměstnaných) na počtu všech osob starších 15 let.

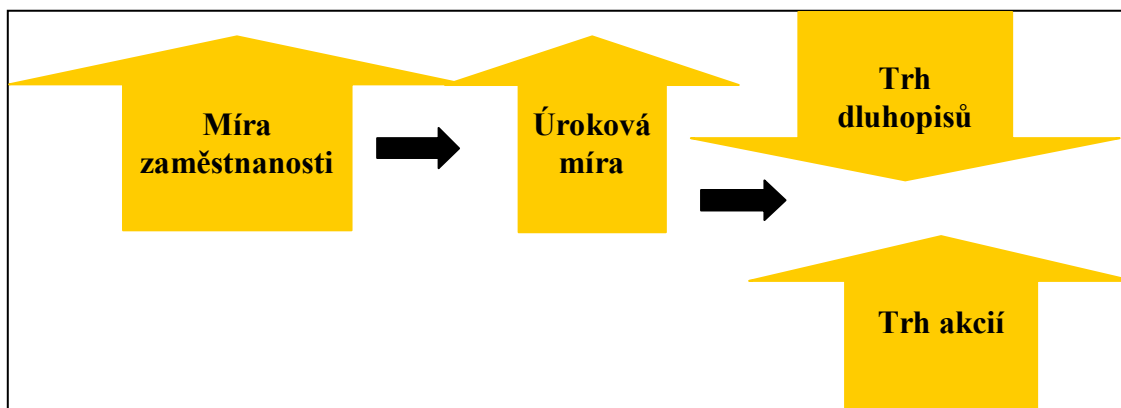
Míra zaměstnanosti

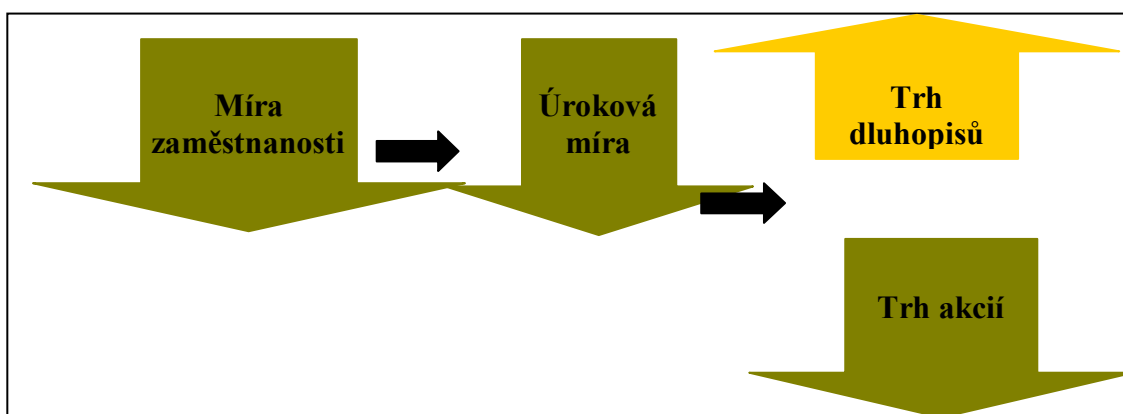
Míra zaměstnanosti vyjadřuje podíl počtu zaměstnaných na počtu všech osob 15letých a starších.

Trh práce a finanční trh

Finanční trh velice bedlivě sleduje vývoj jednotlivých indikátorů trhu práce. Úroveň zaměstnanosti je obecně brána jako ukazatel očekávaného vývoje hospodářského cyklu. Pozitivní signály, které přicházejí z trhu práce, jsou považovány za pozitivní signály budoucího vývoje hospodářství. Nízká úroveň nezaměstnanosti znamená růst spotřeby, zlepšení hospodářské situace a opětovný pokles nezaměstnanosti. Na tuto situaci reagují akciové trhy pozitivně. Na druhou stranu pozitivní vývoj trhu práce působí na pokles kurzu dluhopisů. Rostoucí počet zaměstnaných a růst mezd vede dříve nebo později k inflaci a tím zvýšení úrokových sazeb, které činí dluhopisy méně atraktivními a vede k poklesu jejich ceny.

Schéma 41: Vliv míry zaměstnanosti na trh akcií a dluhopisů





Pramen: vlastní vyobrazení

10.5 Průmyslová produkce a využití výrobních kapacit

Index průmyslové produkce a statistika využití kapacit jsou publikovány souhrnně. To poskytuje zajímavá data k vývoji hospodářské aktivity sloužící také k přesnějšímu odhadu HDP.

Index průmyslové produkce měří změny výkonu celého národního hospodářství, ve zpracovatelském průmyslu, v těžbě a při tocích, jako je zásoba plynu. Ve vysoce industrializovaných zemích tvoří průmyslová produkce skoro polovinu HDP. Indikátor průmyslové produkce neobsahuje stavební průmysl.

Průmyslová produkce i využití kapacity souvisí s průběhem konjunktury. Jakmile se hospodářská činnost po recesi zotaví, vzroste průmyslová produkce a tím také výrobní kapacity. Stejně tak klesá průmyslová produkce společně s výrobními kapacitami, jakmile konjunktura opouští svůj vrchol. Jsou-li výrobní kapacity příliš vysoké, může dojít k výrobním výpadkům a inflaci. Nadprůměrná nebo podprůměrná výrobní kapacita se proto může přeměnit v budoucí změny cen výrobců.

Za průmyslové kapacity jsou podle Českého statistického úřadu považovány činnosti, jako je těžba a dobývání, zpracovatelský průmysl, výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu, zásobování vodou, činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi. Rozsah poskytovaných dat se odvíjí od aktuálních předpisů Eurostatu ke krátkodobým statistikám, které některá odvětví, která podle ČSÚ patří mezi průmyslová, z pokrytí konjunkturální statistikou výslovně vylučuje (mj. zásobování vodou, činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi).

Přehled základních publikovaných indikátorů

Index průmyslové produkce (IPP)

Tento index měří vlastní výstup průmyslových odvětví i celého průmyslu očištěného od cenových vlivů. Jedná se o základní ukazatel konjunkturální průmyslové statistiky. Při jeho výpočtu se z větší části vychází z tržeb za vlastní výrobky a služby přeceněné do stálých cen. V případě vybraných odvětví charakterizují vývoj odvětví fyzické objemy produkce výrobních reprezentantů. Index je primárně počítán jako měsíční bazický index, v současné době k průměrnému měsíci roku 2005.

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb průmyslové povahy

Index reprezentují pouze tržby za výrobky a služby. Jedná se tedy o tržby očištěné od vedlejších neprůmyslových činností podniků. Zjišťují se v běžných cenách sledovaného roku.

Průmyslové zakázky

Indexem průmyslových zakázek se rozumí hodnota objednaných průmyslových výrobků a prací (v dohodnutých cenách bez spotřební daně a DPH), kterou má výrobce smluvně potvrzenou odběrateli, bez ohledu na začátek prací a dobu jejich realizace. Patří sem i hodnota produkce pro předem známého odběratele, i když s ním není uzavřena písemná smlouva. Statistika zakázek je součástí podnikové konjunkturální statistiky. To znamená, že veškeré objemy zakázek průmyslových výrobků a služeb jsou zjišťovány za podnik celkem, který je zaříděn podle své převažující činnosti do příslušného odvětví. Zakázky tedy nejsou zjišťovány a publikovány podle jednotlivých průmyslových výrobků a služeb. Z objemu zakázek jsou vyloučeny hodnoty zakázek nakoupeného zboží určeného k dalšímu prodeji bez dalšího opracování.

Průměrný evidenční počet zaměstnanců

Tento index zahrnuje všechny stálé i dočasné zaměstnance, kteří jsou v pracovním poměru k vykazující jednotce, a to bez ohledu na to, jakou činnost vykonávají.

Průměrný počet zaměstnaných osob

Index kromě zaměstnanců v evidenčním počtu zahrnuje i osoby pracující na dohody o pracích mimo pracovní poměr a ostatní zaměstnané, kteří se podílejí na práci ve firmě a nejsou s ní v pracovním poměru, zejména pracující majitele podniku. Na rozdíl od evidenčního počtu zaměstnanců je tento ukazatel metodicky shodný s ukazatelem počtu zaměstnaných osob (jak jej předepisují předpisy EU pro oblast krátkodobé statistiky).

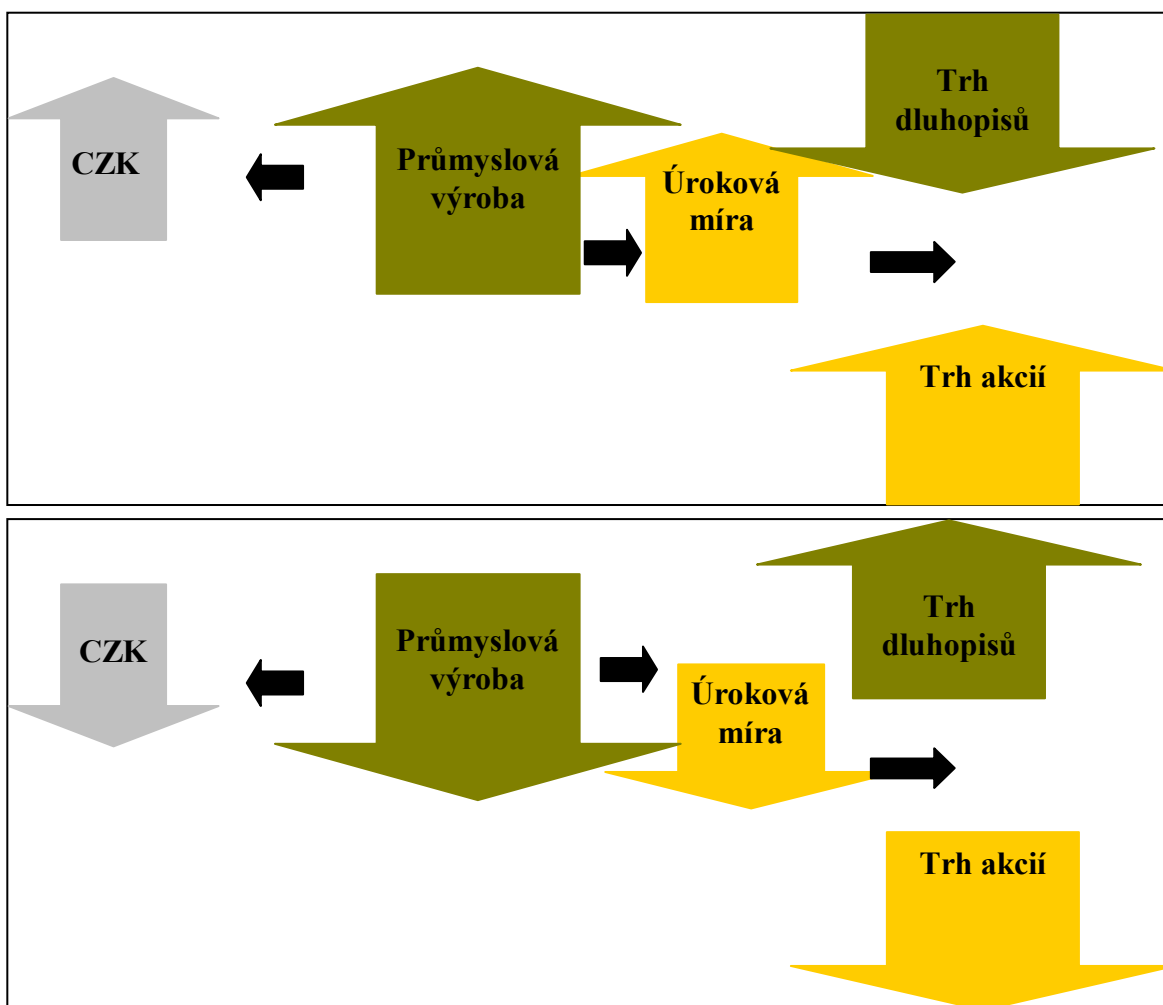
Průměrná měsíční mzda

Index vyjadřuje všechny pracovní příjmy (základní mzdy, osobní příplatky a ohodnocení, prémie a odměny, podíly na hospodářských výsledcích a náhrady mzdy), které byly zúčtovány zaměstnancům evidenčního počtu podle příslušných platových a mzdových předpisů (jde o hrubou mzdu bez ostatních osobních nákladů).

Průmyslová produkce, výrobní kapacity a finanční trhy

Průmyslová produkce ukazuje na rychlost růstu hospodářství. Výraznější růst průmyslové produkce vede ke zvýšení hospodářských aktivit a s tím spojené zvyšování úrokové míry. Neočekávaný vzestup průmyslové produkce působí většinou negativně na trh půjček, neboť stoupá-li úroková míra, klesají ceny půjček. Naopak akciové trhy profitují z rozvoje, neboť jsou očekávány pozitivní výsledky firem. Pokud jde o devizové trhy, tak rychlejší hospodářský růst a krátkodobé zvýšení úrokové míry následně vede ke zhodnocení domácí měny. Faktory, jako jsou zahraniční úroková míra nebo saldo zahraničního obchodu, hrají také svoji nezastupitelnou roli. V návaznosti na ně reagují průmyslová produkce a výrobní kapacity, a ty zase mají praktický dopad na devizový kurz domácí měny.

Schéma 42: Vliv průmyslové produkce na trh akcií a dluhopisů



Pramen: vlastní vyobrazení

10.6 Stavební povolení a zahájení stavby

Hospodářské změny se budou projevovat také v ceně a zájmu o nemovitosti, stejně tak v automobilovém průmyslu, protože objednávky na koupi aut nebo na bytovou výstavbu jsou podstatnou součástí spotřebitelských výdajů. Stavební povolení nebo zahájení stavby jsou (podobně jako nákup aut) proto velmi důležitými hospodářskými indikátory. Spotřebitelé počítají se zhoršující se hospodářskou situací a vyšší výdaje odloží, zatímco spotřebitel, který očekává zlepšení své hospodářské situace, snadněji může uhradit své výdaje.

Bytová výstavba a hospodářský cyklus

Bytová výstavba sama o sobě je významným hospodářským sektorem, proto může být původcem poklesu výkonu dané ekonomiky. Na druhou stranu vzestup počtu zahájených staveb může přispět k hospodářskému oživení. Změny v množství počtu zahájených staveb většinou vedou i k změnám úrokové míry, obzvláště ke změnám úrokových sazeb u hypotečních úvěrů. Vysoké úroky u hypotečních úvěrů mají za následek snížení počtu zahájených staveb, což vede k poklesu úrovně ve stavebnictví. Naopak nízké úrokové míry z hypotečních úvěrů podporují zvýšení objemu ve stavebnictví.

Hospodářský indikátor týkající se počtu zahájených staveb zahrnuje počty započatých staveb nových rodinných domů, městských domů a bytů, přičemž každý byt v bytovém domě je počítán jako samostatná započatá stavba. Součet obsahuje jak soukromé vlastnictví domů i bytů, tak také státní a družstevní nemovitosti. Do indikátoru nejsou zahrnuty např. rozšíření nebo přestavba rodinných domů nebo přeměna komerční výstavby v obytnou zástavbu.

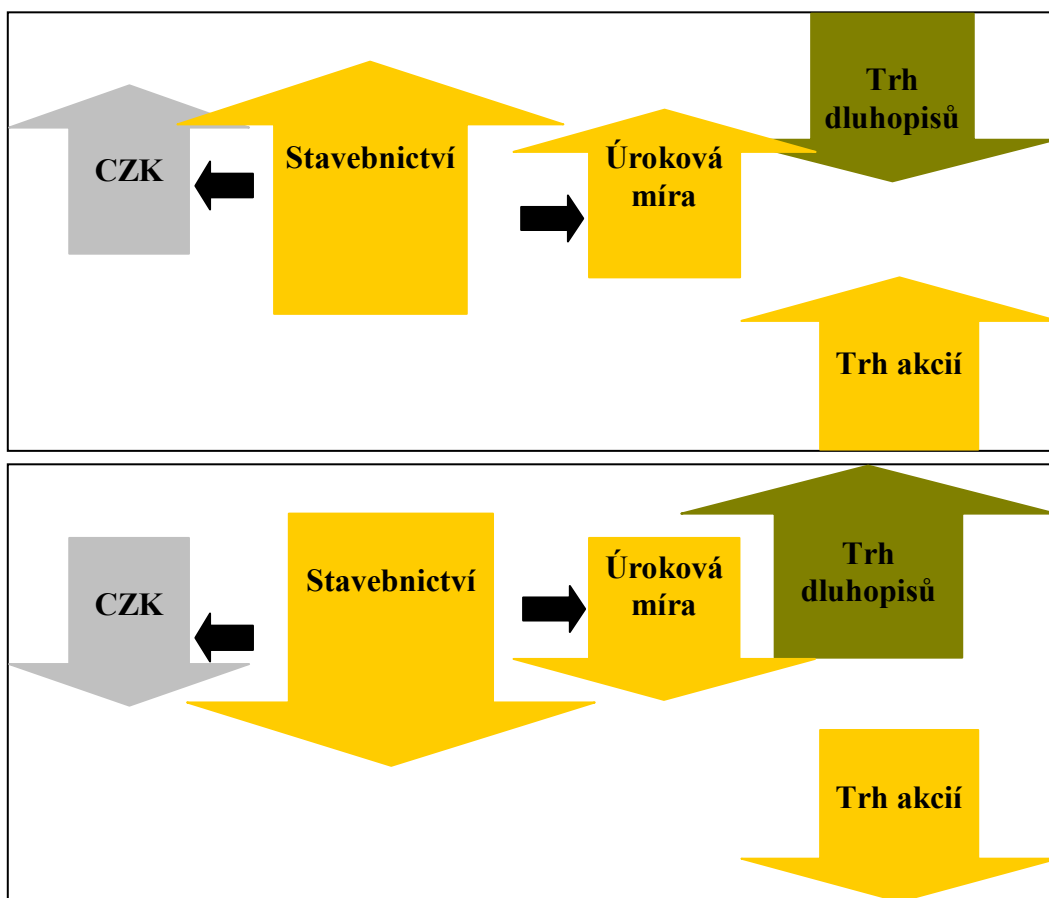
Zahájení stavby, stavební povolení a finanční trhy

Zahájení stavby a růst počtu stavebních povolení poukazuje na změny v hospodářských aktivitách a na vývoj HDP. Nárůst počtu zahájených staveb a stavebních povolení vede k oživení konjunktury a k růstu úrokových sazeb. Pokles indikátoru počtu započatých staveb a stavebních povolení může naopak vést k poklesu úrokových sazeb.

Podle toho, ve které fázi hospodářského cyklu se hospodářství nachází, reaguje akciový trh na data o zahájených stavbách a stavebních povoleních pozitivně nebo negativně. Pokud je nárůst počtu započatých staveb a stavebních povolení menší, než se očekávalo, projeví se to také v negativním dopadu na akciový trh. Podle pravidel ale jasnější nárůst započatých staveb a stavebních povolení značí nastartování celkového hospodářství, což vede k vzestupu akciového trhu.

Devizový kurz národní měny bude ovlivněn množstvím započatých staveb a stavebních povolení, pokud trhy akceptují, že centrální banka směřuje k výraznější změně úrokové míry.

Schéma 43: Vliv stavební produkce na trh akcií a dluhopisů



Pramen: vlastní vyobrazení

10.7 Maloobchodní obrat

Maloobchodní obraty neposkytují pouze informace o nákupním jednání, ale i o osobních potřebách konzumentů. Jsou mimo to dobrým indikátorem silných, popř. slabých spotřebitelských výdajů. Bez těchto ukazatelů se účastníci finančního trhu neobejdou.

Maloobchodní obraty jsou, v osobní spotřebě, důležitou součástí HDP. Jsou zachyceny jako součást osobní spotřeby (C) ve vzorci $HDP = C + I + G + NX$. Osobní spotřeba tvoří skoro polovinu HDP.

Index tržeb v odvětví obchodu, ubytování a stravování

Do odvětví obchodu se řadí jednotky s převažující činností v oblasti prodeje, údržby a opravy motorových vozidel, maloobchodního prodeje pohonných hmot, velkoobchodu a zprostředkování velkoobchodu, maloobchodu (kromě motorových vozidel), oprav spotřebního zboží, ubytování a stravování. Pro hodnocení krátkodobého vývoje a možné predikce budoucího vývoje v tomto odvětví slouží ukazatel index tržeb.

Tvorba výběrového souboru

Vykazující jednotky jsou vybírány z Registru ekonomických subjektů. Výběrová kritéria jsou definována velikostí jednotky (počtem zaměstnanců) a převažující činností. Plošně jsou do výběru zařazovány jednotky s 50 a více zaměstnanci. V ostatních skupinách podniků je používán proporcionální výběr. Ten je možné aplikovat pouze za situace, kdy existují relevantní informace (v tomto případě o tržbách) za všechny jednotky v základním souboru. Pravděpodobnost zařazení jednotky do výběru je pak přímo úměrná jejímu podílu tržeb na celkových tržbách všech jednotek v souboru. Tím je zajištěno, že jednotky s nadprůměrnými tržbami mají vyšší pravděpodobnost zařazení do výběru než jednotky s malými tržbami, které tak nejsou zbytečně administrativně zatěžovány. Význam malých podniků však není podhodnocován, neboť součiny vah jednotlivých podniků a jejich tržeb si jsou v rámci statistického šetření rovny.

Ve výběrových skupinách se provádí rotace, tj. částečná obměna vzorku, s cílem aktualizovat soubor obesílaných jednotek při zachování stability a tím i srovnatelnosti s údaji zjištěnými v předchozích letech. Zpravidla to znamená, že náhodně vybrané podniky zůstávají ve výběru dva po sobě jdoucí roky, poté jsou z výběru vyřazeny a nahrazeny novými vykazujícími jednotkami. Kritérium pro plošné zařazování jednotek do výběru je aplikováno i v průběhu sledovaného roku. Základní a výběrový soubor jsou tudíž pravidelně aktualizovány o nově vzniklé jednotky odpovídající tomuto kritériu.

Popis sledovaných ukazatelů

Měsíčně jsou sledovány celkové tržby za prodej vlastních výrobků, zboží a služeb v příslušném měsíci. Tržby jsou zjišťovány jak včetně DPH, tak bez DPH. Jednotky vykazují tržby i z činností, které dani z přidané hodnoty nepodléhají (např. vývoz). Vstupní dotazník, který je zaslán jednotkám poprvé zahrnutým do výběru, obsahuje informace o aktivitě vykazující jednotky, o její převažující činnosti a přehledu tržeb v jednotlivých měsících předchozího roku.

Sezónní očišťování

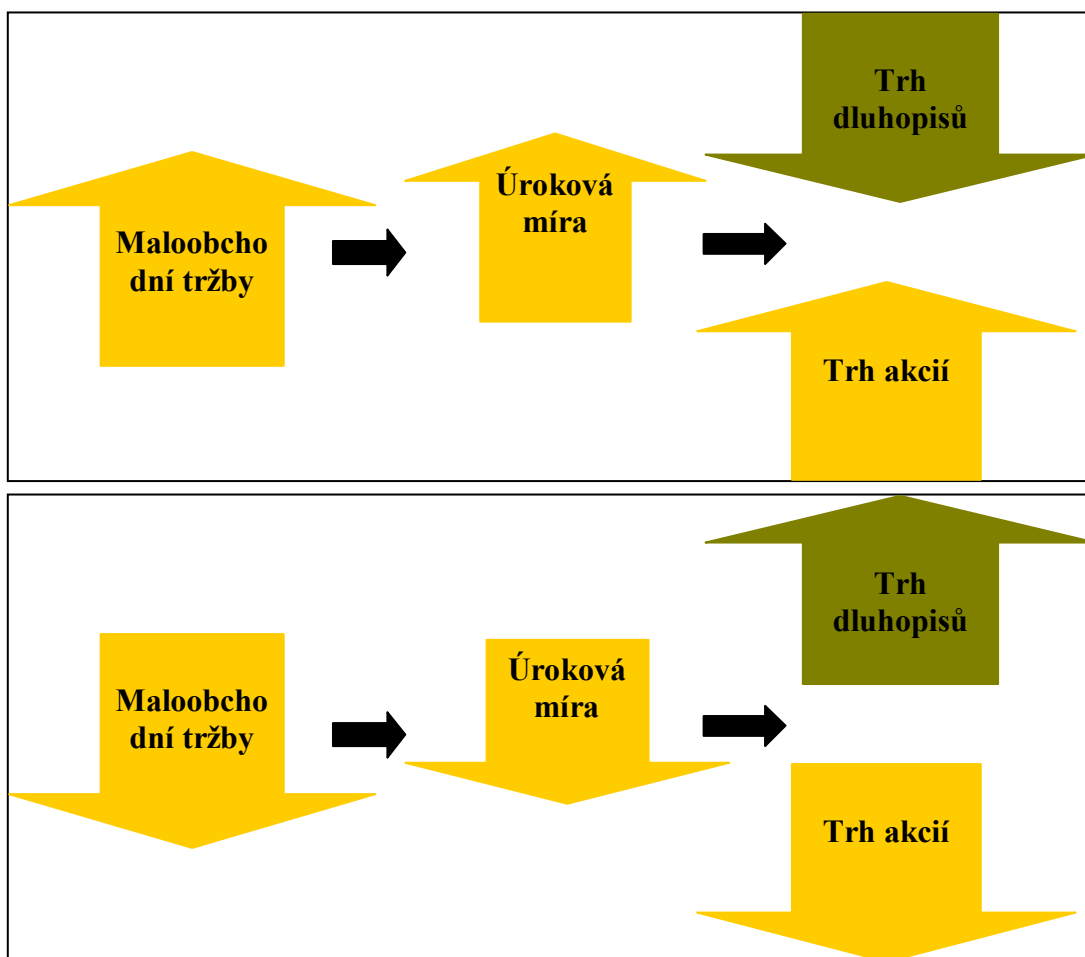
Velikost tržeb v průběhu roku má v některých odvětvích silně sezónní charakter (například předvánoční nákupy v maloobchodě apod.). Pro zjištění dlouhodobějších trendů, ale i pro

možnost porovnání vývoje jednotlivých měsíců či čtvrtletí mezi sebou, používá Český statistický úřad sezónně očištěné údaje, kdy se pomocí matematického modelu od původní „hrubé“ řady oddělí ta část tržeb, která je způsobena sezónním výkyvem. Po provedení sezónního očištění lze pak vzájemně porovnat nejen meziroční, ale i meziměsíční (mezičtvrtletní) vývoj.

Maloobchodní obraty a finanční trh

Maloobchodní obraty jsou považovány za důležité indikátory k posuzování vývoje cen akcií kótovaných maloobchodních společností. Pro akciový trh jsou vyšší maloobchodní obraty pozitivní, pokud obraty v nezměněném tempu a na základě inflačních obav působí na úrokovou míru. Nižší než očekávaný maloobchodní obrat způsobí menší růst HDP a možnost snížení úrokové míry (díky tomu trh půjček reaguje pozitivně). Naopak vyšší než očekávaný maloobchodní obrat může způsobit růst úrokové míry (a tím negativně ovlivnit trh půjček).

Schéma 44: Vliv maloobchodních tržeb na trh akcií a dluhopisů



Pramen: vlastní vyobrazení

10.8 Prodej automobilů

Poptávka po drahém spotřebním zboží, jako jsou automobily, je vhodným indikátorem pro měření fáze hospodářského cyklu. Pokud spotřeba klesá důsledkem zhoršující se situace v hospodářství nebo rostoucích úroků, znamená to, že lze očekávat pokles poptávky po drahých statcích. Tyto drahé statky mohou být zastoupeny sledováním vývoje trhu

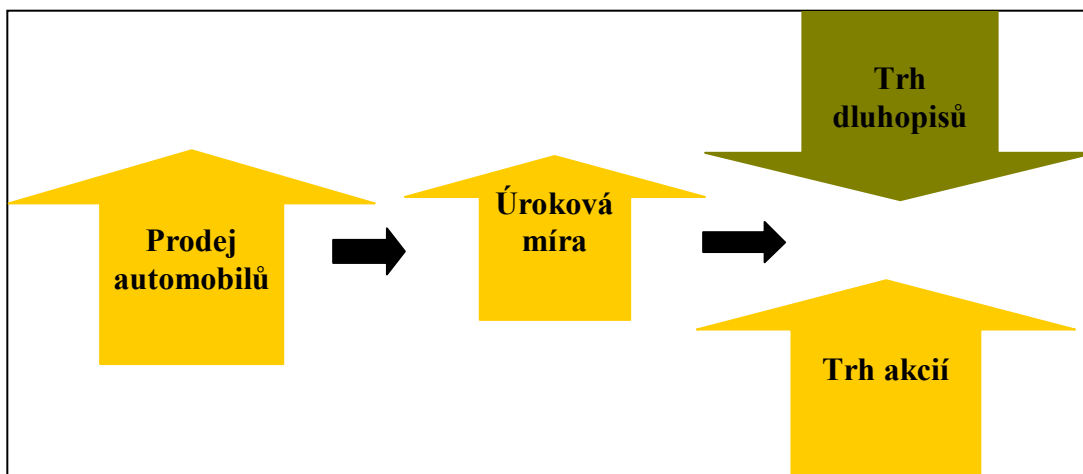
s automobily. Zjednodušeně je tedy možné sledovat vývoj celého průmyslového hospodářství prostřednictvím vývoje sektoru automobilů.

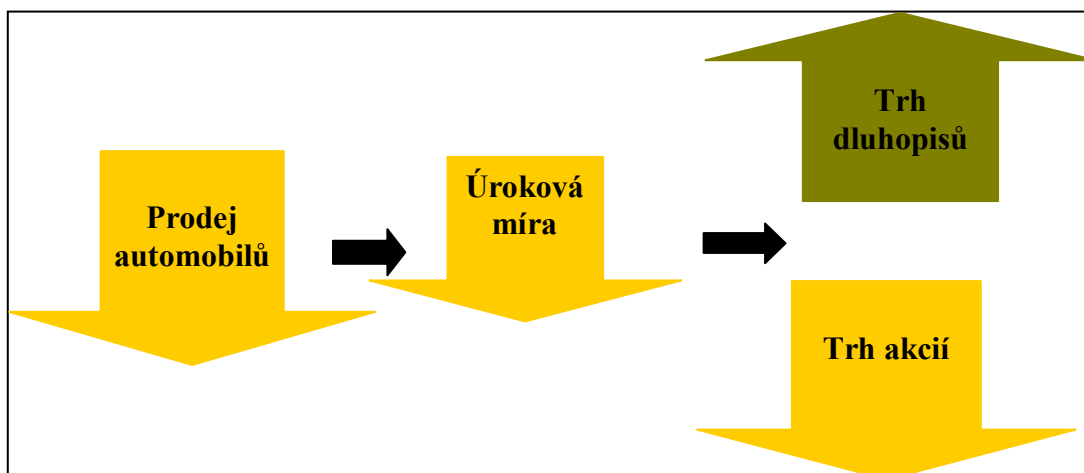
Vysoká poptávka po drahých statcích (automobilech, nemovitostech), které představují značné výdaje pro domácnosti, mohou sloužit k monitorování vývoje dané ekonomiky. Pokud dochází k odkládání nákupu drahých statků, může to znamenat, že v dané zemi dochází ke zhoršení hospodářské situace, případně k růstu úrokových sazeb. Automobilový sektor, spolu se stavebním průmyslem, patří k odvětvím, které jako první reagují na zhoršující se ekonomickou situaci. Naopak v případě, že dochází k oživení ekonomiky, reaguje automobilový průmysl růstem jako první. Automobilový průmysl je tedy odvětvím, podle kterého lze předvídat budoucí vývoj hospodářství. Hodnota prodeje automobilů je dána počtem prodaných kusů v daném měsíci, nikoli hodnotou prodaných vozidel. Pokud dochází k podstatným změnám v hodnotě sledovaných dat, v porovnání s předchozím časovým obdobím, je možné to považovat za první signál očekávané změny ve vývoji ekonomiky.

Prodej automobilů a finanční trh

Dluhopisový trh reaguje nervózně v případě, že dochází k prudkému růstu počtu prodaných automobilů. V tomto případě se totiž dá očekávat růst úrokové míry, která následně působí na pokles ceny dluhopisů. Růst automobilového průmyslu významně přispívá k růstu hospodářství jako celku a nutí centrální banku zvednout referenční úrokové sazby, aby nedošlo k nárůstu inflace. Pokles v automobilovém průmyslu naopak může vést ke snížení úrokových sazeb a růstu ceny dluhopisů. Pokud se na vývoj akciového trhu, dluhopisového trhu a automobilového průmyslu podíváme z dlouhodobé perspektivy, vidíme, že existuje přímá vazba mezi automobilovým průmyslem a akciovými trhy. Růst v automobilovém průmyslu je doprovázen růstem akciového trhu a růstem výnosů z podnikatelské činnosti. Pokud je ovšem hospodářský růst příliš robustní, může dojít k růstu úrokových sazeb, což se následně negativně projeví na vývoji dluhopisového trhu.

Schéma 45: Vliv prodeje automobilů na trh akcií a dluhopisů





Pramen: vlastní vyobrazení

10.9 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. Investice, které dosáhnou lepšího výsledku než zvolený benchmark, jsou označovány jako nadvýnosové investice (outperformance). Opakem jsou podvýnosové (underperformance) investice oproti benchmarku.

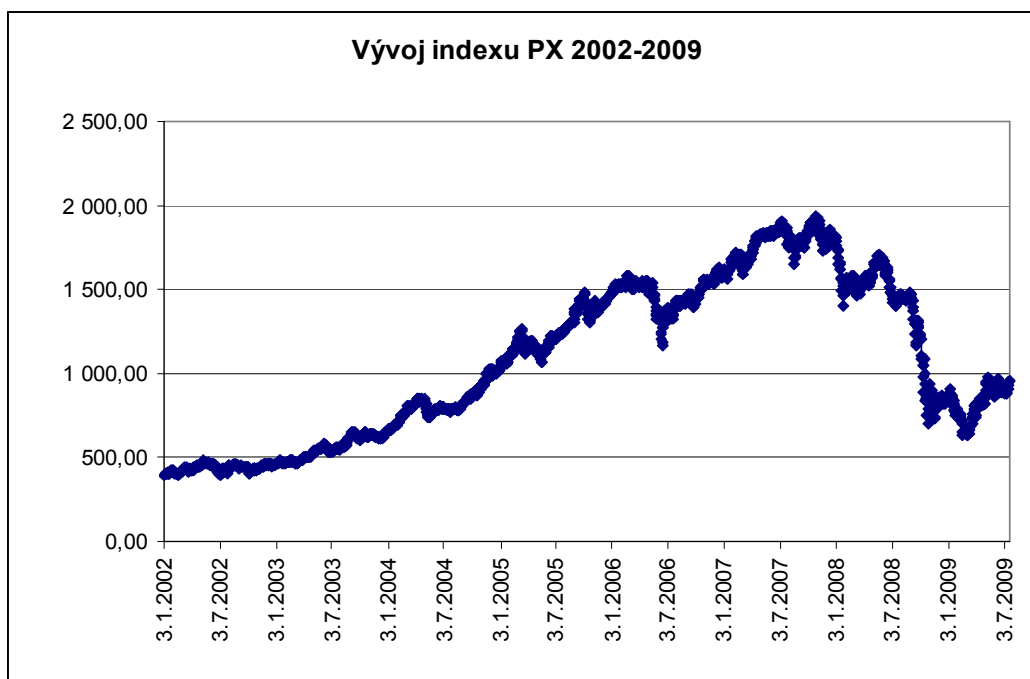
Hodnoty indexu jsou tedy každodenně kalkulovány a publikovány ve finančních médiích a také na internetu. Existují dva základní způsoby výpočtu indexů, které mají rozdílnou vypovídací schopnost.

Prvním způsobem výpočtu je *tržní průměr*. Jedná se o prostý nebo vážený průměr z cen vybraných akcií. Ačkoliv se pro tento ukazatel používá označení index, jedná se ve skutečnosti o průměr cen. Nevýhodou tohoto typu indexu je skutečnost, že celková hodnota indexu je ovlivněna cenou jednotlivých akcií z báze indexu. Takto kalkulovaný index je vysoce citlivý na změnu cen akcií s vysokou cenou, zatímco změna ceny akcií s nižšími cenami hodnotu indexu příliš neovlivní. Vypovídací schopnost indexu je tímto snížena a dnes

se s takovou kalkulací indexů příliš nesetkáme. Výjimkou je index Dow Jones Industrial Average, který je tímto způsobem kalkulován z historických důvodů.

Indexy jsou konstruovány jako *poměry určitých hodnot* (například tržní hodnota akcie, hodnota tržní kapitalizace atd.). Vývoj indexu pak vytváří časovou řadu, která se odvíjí od určitého výchozího dne určitého roku. Tento den odpovídá hodnota indexu zaokrouhlenému počtu bodů 10, 100, 1000, který se postupem času mění. Příkladem takto kalkulovaného indexu je například americký S&P 500, německý DAX nebo například český index PX.

Schéma 46: Vývoj hodnoty indexu PX 2002 – 2009



Pramen: Patria, a.s. Dostupné na: <<http://www.patria.cz/>>

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, kurzovým rozpětím za stanovenou časovou periodu, procentní změnou kurzu, s kódy ISIN a dalšími informacemi.

Tabulka 16: Kurzovní lístek Burzy cenných papírů Praha

Název	ISIN	Kurz [Kč/%]	Měna / %	Změna [%]	Počet CP [ks]	Objem [tis. Kč]	Obch. sk.
AAA	NL0006033375	14,20	CZK	0,07	8 218	116	3
CETV	BMG200452024	510,00	CZK	1,39	97 514	50 171	3
ČEZ	CZ0005112300	930,00	CZK	1,09	478 834	441 899	3
ECM	LU0259919230	385,00	CZK	5,48	13 583	5 225	3
ERSTE GROUP BANK	AT0000652011	731,00	CZK	2,67	276 986	202 277	3
KOMERČNÍ BANKA	CZ0008019106	3 315,00	CZK	0,88	61 501	203 721	3
NWR	NL0006282204	153,00	CZK	0,66	688 444	106 348	3
ORCO	LU0122624777	226,20	CZK	4,82	98 626	22 892	3
PEGAS NONWOVENS	LU0275164910	444,50	CZK	2,66	36 684	16 208	3
TELEFÓNICA O2 C.R.	CZ0009093209	494,00	CZK	0,20	2 322 576	1 153 770	3
UNIPETROL	CZ0009091500	130,90	CZK	-0,08	190 725	24 963	3
VGP	BE0003878957	364,00	CZK	0,00	0	0	1
VIG	AT0000908504	882,00	CZK	0,57	8 153	7 158	3

Pramen: 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 listcích 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:

Tabulka 17: Rozdělení emisí do obchodních skupin na Burze cenných papírů Praha

Obchodní skupina	Charakteristika
1	Všechny emise kromě emisí obchodovaných ve SPADu a emisí listinných cenných papírů, které jsou obchodovány v aukčním i kontinuálním režimu SPAD.
2	Všechny listinné cenné papíry obchodované v aukčním režimu.
3	Obsahuje emise, které jsou obchodovány ve SPADu, ale rovněž i v kontinuálním a aukčním režimu.
8	Investiční certifikáty – finanční instrumenty, které mají charakter dlužního úpisu. Tento dlužní úpis si kupuje investor od emitenta s tím, že jej může nechat v budoucnu proplatit zpět (v závislosti na podmínkách uvedených v emisním prospektu). Hodnota certifikátu pak závisí na hodnotě podkladového aktiva, na které je certifikát emitován a jehož vývoj kopíruje.
9	Financial futures – standardizované deriváty, které představují závazek prodat či koupit určité podkladové aktivum (např. akcie, komodity nebo měny) ve sjednaném množství v předem určený čas a za předem sjednanou cenu.
0	Warranty – cenné papíry derivátového typu, jejichž nákupem získá investor právo koupit nebo prodat podkladové aktivum k předem stanovenému termínu, za předem stanovenou cenu. Na rozdíl od Financial futures má investor práva prodat nebo koupit podkladové aktivum nikoli povinnost.

Pramen: upraveno podle <<http://www.pse.cz/>>

- trh informuje o zařazení emise do určitého segmentu oficiálního trhu burzy. Burza cenných papírů Praha (BCPP) má **trh hlavní, trh vedlejší a trh volný**. Pro jednotlivé segmenty se rovněž používá označení A, B a C. Jednotlivé trhy se liší přísností podmínek. Nejprísnější podmínky pro přijetí emise k obchodování jsou na trhu hlavním,
- minimální a maximální kurz za poslední rok přináší informaci pro analytiku, v jaké části kurzového rozpětí se v současné době aktuální kurz dané emise pohybuje.

Burzovní indexy a informace na BCPP

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.

Souhrnný index **PX-GLOB** byl burzou uveden v roce 1995. Jedná se o globální index počítaný po každé burzovní seanci ze závěrečných kurzů vážených tržní kapitalizací. Báze indexu je tvořena všemi emisemi akcií a podílových listů, u kterých byl nejpozději v předchozím burzovním dni stanoven platný kurz.

10.10 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. Kromě dopadu na rezervy banky mají úrokové sazby centrálních bank (především diskontní sazba a repo sazba) další efekty na krátkodobou úrokovou míru a měnový kurz domácí měny. Více o jednotlivých úrokových sazbách je uvedeno v kapitole 4 Banky a bankovní systémy.

Hlavním nástrojem měnové politiky ČNB je 2T repo sazba. Výše této sazby ovlivňuje vývoj krátkodobých sazeb peněžního trhu. Výnosy pro delší splatnosti jsou trhem odvozovány na základě zahrnutí inflačních očekávání a dalších faktorů. Diskontní sazba a lombardní sazba vytvářejí koridor pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb peněžního trhu. Diskontní sazba představuje dolní hranici tohoto koridoru, přičemž touto sazbou jsou úročena tzv. jednodenní depozitní facility (přebytek likvidity, který obchodní banky nedokážou uložit na peněžním trhu). Lombardní sazba tvoří horní hranici pohybu krátkodobých sazeb peněžního trhu. Touto sazbou je úročena tzv. jednodenní zápůjční facility (nedostatek likvidity, který obchodní banky nedokážou získat na peněžním trhu).

Tabulka 18: Základní sazby ČNB ze dne 7. 9. 2009

2T Repo sazba	1,50 %
Diskontní sazba	0,50 %
Lombardní sazba	2,50 %

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

Tabulka 19: Základní sazby ECB ze dne 7. 9. 2009

Marginal lending facility	1,75 %
Main refinancing operations	1%
Deposit facility	0,25 %

Pramen: Evropská centrální banka. Dostupné na: <<http://www.ecb.int/>>

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. Jedná se konkrétně o pokladniční poukázky, depozitní certifikáty, komerční cenné papíry nebo směnky. Cena těchto cenných papírů je pak odvozována od referenční úrokové

sazby IBID a IBOR kótovaných na mezibankovním trhu referenčními bankami. **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 20: Referenční úroková sazba PRIBID a PRIBOR k 7. 9.2009

Termín	PRIBID	PRIBOR
1 den	1,10	1,39
7 dní	1,14	1,43
14 dní	1,17	1,47
1 měsíc	1,23	1,57
2 měsíce	1,38	1,73
3 měsíce	1,53	1,86
6 měsíců	1,76	2,13
9 měsíců	1,93	2,30
1 rok	2,05	2,41

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

Tabulka 21: Referenční úroková sazba EURIBOR k 7. 9.2009

Termín	EURIBOR
7 dní	0,337
14 dní	0,368
1 měsíc	0,474
2 měsíce	0,649
3 měsíce	0,803
6 měsíců	1,069
9 měsíců	1,190
1 rok	1,290

Pramen: Evropská centrální banka. Dostupné na: <<http://www.ecb.int/>>

11 VÝVOJ FINANČNÍHO MYŠLENÍ A OSOBNOSTI FINANCIÍ

Jak již bylo uvedené v první kapitole, finance jsou speciální částí mikroekonomie zabývající se chováním finančních trhů a oceňováním obchodovaných finančních nástrojů. V tomto pojetí můžeme výrazy finance, finanční management, finanční řízení či finanční ekonomie považovat za synonyma.

11.1 Vývoj moderních financí²⁰³

Rozvoj finanční teorie je spojen s boomem na akciových trzích ve 20. letech minulého století, kdy **Edgar Lawrence Smith** vytvořil metodu ohodnocování, která bere v úvahu očekávaný růst 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 opět začal přisuzovat význam růstovým faktorům při ohodnocování akciových instrumentů.

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 udělaly z teorie praxi, především 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. 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 firmy a její dividendové politiky na tržní hodnotu vlastního kapitálu 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 rozpočtění či měření výkonnosti správců majetku.

Obrovský 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. Toto vysvětlení chování cen však pochopitelně nebylo nikdy přijato převážnou většinou investičních analytiků, neboť by přišli o svou práci.

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 stoupců. Také sílí snaha o modifikaci modelu CAPM.

²⁰³ MUSÍLEK, P. *Finanční trhy a investiční bankovníctví*. Praha : ETC Publishing, 1999. s. 13 – 15

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 efektivních trhů (ta předpokládá pouze racionální investory) bere v úvahu kromě racionálního chování investorů také psychologické faktory.

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 investiční teorii hlavního směru.

Z předchozího textu je zřejmé, že se oblast financí stále ještě vyvíjí a přispívá tak k rozvoji moderní ekonomické vědy. To se dosud odrazilo v udělení čtyř Nobelových cen za ekonomii právě za rozvoj v této oblasti.

11.2 Nositelé Nobelovy ceny v oblasti financí²⁰⁴

Nobelovu cenu za ekonomii v oblasti financí získali *J. Tobin* (1981) za analýzu finančních trhů a jeho vliv na výdaje a úspory domácností a firem, *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 rizika finančních investic a ohodnocování akcií a dluhopisů a *M. Scholes a R. Merton* (1997) za přínos v oblasti stanovení hodnoty opční prémie.²⁰⁵ V následujícím textu si přiblížíme jejich životy a především jejich přínos k rozvoji financí.

James Tobin

Americký ekonom James Tobin, přesvědčený keynesiánec a otec čtyř dětí, byl všestranným člověkem, mimo jiné vyučoval na prestižní univerzitě Yale či působil v Bílém domě jako poradce Johna F. Kennedyho.

James (Jim) Tobin se narodil 5. března 1918 v Champaign v americkém státě Illinois. Studoval ekonomii na Harvardské univerzitě a potom dočasně vstoupil do amerického námořnictva, se kterým táhnul do druhé světové války. Zde se vlastně poznal se spisovatelem Hermanem Woukem. Tobinovo jméno a patrně také i jeho osoba je spojována s hrdinou Woukova románu „The Caine Munity“, v němž vystupuje námořní kadet zvaný Tobit, kterého autor popisuje jako někoho, kdo byl vždy před ostatními napřed „o několik procent“. V den, kdy Tobin obdržel Nobelovu cenu, žertoval o objevení své osoby v novele slovy: „Tato postava asi největší mírou přispěla k mé popularitě – až do dnešního dne.“

Po skončení války se Tobin vrátil do Spojených států a promoval z filozofie, rovněž na Harvardu. Poté pak po dobu jednoho desetiletí vyučoval na elitní univerzitě Yale v New Haven.

²⁰⁴ Goldman Sachs: Köpfe der Finanzmarkttheorie. Dostupné na: <http://www.goldman-sachs.de/cmsdefault/default/default/nav_id,338/>.

²⁰⁵ MUSÍLEK, Petr. *Finanční trhy a investiční bankovnictví*. Praha : ETC Publishing, 1999, s. 15.

Tobinovo myšlenkové bohatství a učení byly ovlivněny zvláště ideami britského ekonoma **Johna Maynarda Keynesa**. Zkušenosti ze světové hospodářské krize ho přivedly k myšlenkám poprvé představeným v roce 1936 v Keynesově hlavním díle „Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz“. Ve své autobiografii pro komisi Nobelovy ceny Tobin napsal, že během „velké deprese“ se ukázalo, že ekonomická ortodoxnost nebyla schopna vysvětlit příčiny krize, ani navrhnout řešení k překonání krize. Proto v padesátých letech tento Američan zdokonalil obhajobu Keynesa pro intenzivnější státní intervence do hospodářství. Koncem tohoto desetiletí ještě více **rozvinul Markowitzovu teorii portfolia** tím, že obecnou teorii vystavěl na tom, jakým způsobem se lidé rozhodují při diverzifikaci svého majetku a investic. Získané poznatky pak úspěšně aplikoval na problémy peněžní a konjunkturální politiky. Tobin kromě toho navrhnul ještě zjednodušení výběru portfolia (angl. portfolio selection), ve kterém se model rozdělil na dvě části. Jedna zohlední bezrizikové investice, zpravidla dluhopisy, a druhá rizikové investice, například akcie, tržní portfolio. Toto rozšíření mělo pro Tobina dva podstatné pozitivní důsledky.

Za prvé se zprávy o jeho úspěšné práci donesly také k americkému **prezidentovi Johnu F. Kennedymu**. V roce 1961 pozval nově zvolený americký prezident Tobina na audienci a poprosil ho, aby se připojil k jeho hospodářské radě jako **poradce**. Tobin do té doby nebyl aktivní ani v politice ani v práci pro vládu, neboť se koncentroval na studium na Harvardu a později na výuku a výzkum na Yale. „Obávám se, že se ptáte na špatné adrese, pane prezidente,“ odpověděl proto Tobin. „Já jsem jen vědec z ústraní.“ „O to lépe,“ opětoval Kennedy s úsměvem. „Já jsem prezident z ústraní.“ Od tohoto okamžiku až do Kennedyho tragické smrti radil Tobin americké vládě v hospodářských otázkách. V tomto období vyvinul například koncept krácení daní, který byl sice zaveden až po Kennedyho smrti, ale několika politiky byl řazen k nejúspěšnějším vládním aktivitám pro trvalé oživení hospodářství.

Za druhé obdržel Tobin v roce 1981 **Nobelovu cenu** za ekonomii. Ve zdůvodnění stojí, že mu cena byla propůjčena za jeho „analýzu finančních trhů a dopadů rozhodnutí o výdajích na zaměstnanost, produkci a cenový vývoj“.

Poté co Tobin dostal renomovanou cenu švédské národní banky, stal se samozřejmě zajímavým také pro média. Jeden reportér ho poprosil, aby mu vysvětlil teorii portfolia, za kterou dostal ocenění. Zatímco se o to Tobin pokoušel vyčerpávajícím způsobem, netrpělivý reportér ho přerušil. „Ne, to je příliš složité. Vysvětlete to prosím pro laiky.“ Pak tedy popsal Tobin princip diverzifikace slovy: „Víte, **nedávejte všechny vejce do jednoho košíku**.“ Jedna věta, která byla krátce poté citována v mnoha světových médiích.

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: Díky zdanění mezinárodních finančních transakcí se zneatraktivní spekulace na výkyvy parity. Díky tomuto mechanismu se měly finanční trhy stabilizovat a mělo se zabránit krizím.

Tobin sám vysvětlil svůj koncept v jednom interview pro německý magazín Spiegel: „Myšlenka je celkem jednoduchá: při každé výměně jedné měny za druhou by se zaplatila malá daň, řekněme ve výši půl procenta obratu. Tím odstrašíme spekulanty. Neboť mnoho investorů ukládá své peníze do měn jen velmi krátkodobě. Kdyby byly tyto peníze náhle staženy, musely by jednotlivé země drasticky zvednout úroky, aby měna zůstala nadále atraktivní. Vysoké úroky jsou ale často katastrofickým scénářem pro příslušné domácí ekonomiky, jak to ukázaly krize v Mexiku, Jihovýchodní Asii a Rusku během devadesátých let. Moje daň by skrze centrální banky vracela menším zemím obchodní flexibilitu a pomohla by jim alespoň trochu se vzepřít diktátu finančních trhů.“

V prosinci 1997 šéfredaktor novin „Le Monde Diplomatique“ Ignacio Ramonet znovu oživil Tobinovu ideu zdanění deviz. Ve svém hlavním článku s provokativním titulkem „Odzbrojit trhy“ žádal zavedení této „mezinárodní solidární daně“. Z toho vyplynulo založení organizace kritizující globalizaci pod názvem ATTAC („Action pour une Taxe Tobin d'aide aux citoyens“ – kampaň za Tobinovu daň podporující občany). Dnes se stalo z této malé skupiny jedno z největších hnutí odpůrců globalizace. Stanovilo si cíl celosvětově bojovat proti liberalizaci kapitálových trhů.

Samotný Tobin se v posledních letech svého života vehementně od ATTAC distancoval, protože viděl, že odpůrci globalizace si propůjčili jeho jméno. Kritizoval také skutečnost, že diskuse o zásadních otázkách se odklání od cílů jeho původního konceptu. V centru pozornosti nositele Nobelovy ceny stálo řízení toku deviz a ne financování rozvojové pomoci, jak to prezentovala ATTAC.

V jednom interview se Tobin k tomu vyjádřil následovně: „Ani přinejmenším nemám nic společného s těmito revolucionáři antiglobalizace. (...) Já jsem ekonom a jako většina ekonomů stoupenec volného obchodu. Kromě toho jsem doporučoval mezinárodnímu měnovému fondu, světové bance i světové obchodní organizaci všechno to, proti čemu toto hnutí útočí. Zneužívají moje jméno. (...) Navrhoval jsem sice dát příjmy k dispozici světové bance. Ale o to mi vůbec nešlo. Daň z obrátu deviz byla zamýšlena proto, aby se zmírnily výkyvy směnných kurzů.“

Když James Tobin 11. března 2002 v New Haven zemřel, napsal jeho kolega z katedry ekonomie a přispěvatel do rubriky v „New York Times“ Paul Krugman: „Tobin byl jeden z těch ekonomických teoretiků, jehož vliv sahá tak daleko, že mnozí lidé, kteří o něm nikdy nic neslyšeli, jsou přesto jeho žáky.“

Franco Modigliani a Merton Howard Miller

Franco Modigliani se narodil 18. června 1918 v Itálii jako syn židovského fyzika. V roce 1939 utekl před fašisty do USA. Roku 1944 promoval na New Yorker New School for Social Research. Později vyučoval na University of Illinois, na Carnegie Mellon University a od roku 1962 až do své smrti 25. září 2003 na Massachusetts Institute of Technology.

Merton Howard Miller²⁰⁶, který se narodil 16. května 1923, pochází z bostonského regionu a předtím než složil svůj doktorát na Univerzitě Johna Hopkinse v Baltimore v Marylandu navštěvoval renomovanou Harvardskou univerzitu. Po své promoci vyučoval na Carnegie Mellon University a od roku 1961 učil na University of Chicago. 3. června 2000 Miller v Chicagu zemřel.

Oba vědci jsou navzájem spojováni především díky jednomu z nejznámějších teorémů finanční vědy, a sice **Modiglianiho-Millerova teorému**, který je ve finančním světě obecně známý pod zkratkou „MM“ a 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 buď možnost vlastního financování (prodejem akcií) nebo cizího financování (pomocí úvěru). Čím více se podnik financuje přijetím cizího kapitálu, tím víc je zadlužen. Výzkumy Modiglianiho a Millera se tedy 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

²⁰⁶ Nezaměňujte Mertona Millera, profesora financí a nositele Nobelovy ceny, s Robertem Mertonem, který byl rovněž profesorem financí a nositelem Nobelovy ceny.

manažerů se oba vědci vrhli na hledání poměru zadlužení, který na trhu převládá, aby následně analyzovali, jestli je možné nalézt nějaké optimum. Jejich výzkum však přinesl všechno jiné než jednoznačný výsledek: Míra zadlužení byla zcela nesystematicky rozložena přes různé regiony a odvětví.

Na základě svých pozorování ale mohli „MM“ udělat ohromující závěry: Tržní hodnota podniku je za jistých podmínek nezávislá na jeho kapitálové struktuře. I když převzaté riziko a tím i výnosové šance jsou pro akcionáře zadluženého podniku vyšší, tak celková hodnota je závislá jediné na očekávané ziskovosti firmy.

Jejich výsledek se dá pochopit následujícím myšlenkovým postupem: Kdyby místo množství investorů, kteří se dělí na akcionáře a poskytovatele úvěru, vlastnil celý podnik pouze jeden jediný investor, potom pro tohoto investora nehraje kapitálová struktura žádnou roli a je irelevantní, na jaké finanční tituly připadají výnosy a rizika. Všechny do jednoho přece patří jednomu investorovi. Když se ale stejně jako na reálných trzích rozdělí vlastnictví firmy mezi více účastníků, tak to pro celkovou hodnotu přece v celkovém součtu nehraje také žádnou roli.²⁰⁷ Zákon jednotných cen se projeví neomezeně. Dvě firmy se stejnými výnosovými šancemi a riziky mají identickou hodnotu, jinak by bylo možné dosáhnout arbitrážních zisků, které jsou na dokonalých trzích vyloučené.

Hodnota podniku (tedy kurz jeho akcií) je tudíž **nezávislá na míře zadlužení**. Neboť celkové náklady na kapitál zůstávají při změnách poměru vlastního a cizího kapitálu konstantní.

Důležité však je rozlišit postavení investora na základě výše převzatého rizika. Při vyšším zadlužení pociťují poskytovatelé vlastního kapitálu efekt známý jako **finanční páka** („financial leverage“), který při rostoucím zadlužení popisuje u akcionářů zvýšení nároků na výnos. Z tohoto však nesmíme udělat rychlý závěr, že vysoká míra zadlužení je pozitivní pro výnosnost 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 milionů 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 výkyvů zisků (které je pro oba podniky stejné). Pouze riziko na jednu vloženou jednotku vlastního kapitálu je zvýšeno kvůli zadlužení.

²⁰⁷ Irelevantnost kapitálové struktury uváděli na příkladu pizzy: Velikost pizzy není závislá na tom, na kolik kousků ji nakrájíme.

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.

Stejnou argumentací arbitráže mohli „MM“ poukázat i na to, že pro hodnotu firmy je rovněž irelevantní i dividendová politika společnosti.

K tomuto závěru však „MM“ došli za silného předpokladu týkajícího se charakteru trhu. Nezohledňovali například žádné daně, transakční a likvidační náklady nebo jiné tržní nedokonalosti. Platnost MM teoremu tedy stojí a padá s těmito umělými předpoklady, které jsou ve skutečném životě neudržitelné (i když zrušení finančních úřadů by pro mnohé bylo představitelné). Tímto ovšem není snižována významnost jejich teorie. Jsou-li změny v kapitálové struktuře podstatné, tak se dá analyzovat, které tržní nedokonalosti k tomu vedou a jak změnilly tržní hodnotu firmy.

Osobám Modiglianiho a Millera ovšem není možné vytýkat odtržení od reality. Zvláště Merton H. Miller asi sotva splňoval stereotypní obraz zasmušilého profesora z ústraní. Pravidelně totiž uměl udělat dojem a hýčkal přátele, kolegy a studenty svým kuchařským uměním. Jídla chutnala zvláště dobře, protože Miller je připravoval z jeho vlastních surovin, vypěstovaných na 30hektarové farmě. Vedle kulinářského zájmu měl Miller zálibu ještě pro americký fotbal. Přes čtyři roky nevynechal žádný domácí zápas svého oblíbeného týmu „Chicago Bears“.

Příkladem Millerova prakticky orientovaného způsobu myšlení byl obzvláště jeho první pracovní pohovor s Lelandem Bachem, děkanem Graduate School of Industrial Administration na Carnegie Mellon University, který mu nabídl místo „Assistant Professor of Finance“ na Business School. V té době to mělo v akademických kruzích menší prestiž než odpovídající místo v ekonomickém oddělení s označením „Assistant Professor of Economics“. Miller byl nejdříve v rozpacích. Když se však dověděl, že navržené místo na Business School bylo výrazně lépe ohodnoceno, řekl Miller jako pragmatický finanční ekonom: „Když mi zaplatíte o 2000 dolarů měsíčně více, můžete mě oslovovat, jak chcete.“

Harry M. Markowitz

Harry Max Markowitz, narozen 24. srpna 1927 v Chicagu, pochází z jednoduchých, ale uspořádaných rodinných poměrů. Jeho rodičům Morris a Mildred patřil malý obchod s potravinami, s kterým se spolu s jediným synem Harrym probili přes velkou depresi a umožnil jim financovat jeho studium na renomované University of Chicago.

Studium ekonomie nebylo Harryho dětským snem. V prvních dvou letech studia se převážně věnoval filosofickým předmětům. Teprve po základním studiu se rozhodl, že se bude věnovat ekonomii, a zaměřil se na oblast výpočtů pravděpodobnosti. Chicago bylo intelektuálním výsluním filosofie a hospodářských věd a štěstím pro Markowitze, že ho mohli učit takové osobnosti jako Milton Friedman, Jakob Marschak, Leonard Sabate a Tjalling Charles Koopmans. K tomu dostal ještě nabídku účastnit se jako student legendární Cowlesovy komise, která se věnuje aplikaci vyšší matematiky a statistických metod v problémech ekonomie.

Již brzo se Markowitz ukázal být hoden tohoto privilegia. V roce 1952 zveřejnil jako 25letý ještě bez doktorátu, vědecký příspěvek pod názvem „Portfolio Selection“ v renomovaném Journal of Finance. Pomocí pouhých 14 stran založil Harry Markowitz svou pověst *otce moderní teorie portfolia*.

Věnoval se otázce, jak lze zvýšit výnos a snížit rizika, a velice rychle zjistil, že při investování je třeba hledět takřkajíc i za roh. Investice nemají být posuzovány jednotlivě, ale v závislosti s ostatními, v takzvaném kontextu portfolia. Při vývoji své teorie portfolia byl Markowitz hnán myšlenkou efektivního, tedy *optimálního portfolia*. Je to portfolio, které při daném riziku přinese nejvyšší výnos nebo naopak, při požadovaném výnosu umožňuje podstoupit nejnižší riziko.

Klíčem k takovému nejlepšímu možnému řešení složení portfolia je diverzifikace. Diverzifikace představuje rozložení investic v portfoliu za účelem optimalizace podstoupeného rizika a očekávaného výnosu. Každý, kdo sází vše na jednu kartu, se vystavuje nejen vysokému, ale i zbytečnému riziku. Protože diverzifikací lze celkové riziko portfolia snížit na úroveň nejnižšího dílčího rizika v portfoliu. Předpokladem zde je korelace, tzn. nízký stupeň lineárně závislých pohybů mezi finančními aktivy.

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 ovšem odpovídá aritmetickému průměru dílčích rizik jenom v jediném případě, a to když jsou obsažené akcie 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.

Důležitý rozdíl mezi rizikem jednotlivé akcie a rizikem celého portfolia není jenom inovací samo o sobě, ale taky bránou pro nejdůležitější teorii kapitálových trhů: Capital Asset Pricing Model (CAPM). O takřka 40 let později, v roce 1990, byla Markowitzovi udělena Nobelova cena za ekonomii, kterou obdržel spolu s Mertonem Millerem a Williamem Sharpem.

Ale stejně jako všichni průkopníci a myslitelé, i Markowitz se setkal s odporem. Při obhajobě své doktorské práce se na Markowitz obrátil Milton Friedman, zakladatel monetarismu v ekonomii, s kritikou, že sice se jeho práce zdá metodicky v pořádku, ale pro nejasnou příslušnost k odbornosti mu fakulta nemůže udělit doktorát ani z ekonomie ani z matematiky nebo podnikového hospodářství. Markowitz očekával v následujících hodinách maximálně frustrující verdikt komise. Když byl zavolán dovnitř, byl pozdraven slovy: „Hodně štěstí, pane doktore Markowitzi“.

V současnosti je profesorem financí na University of California v San Diegu.

William F. Sharpe

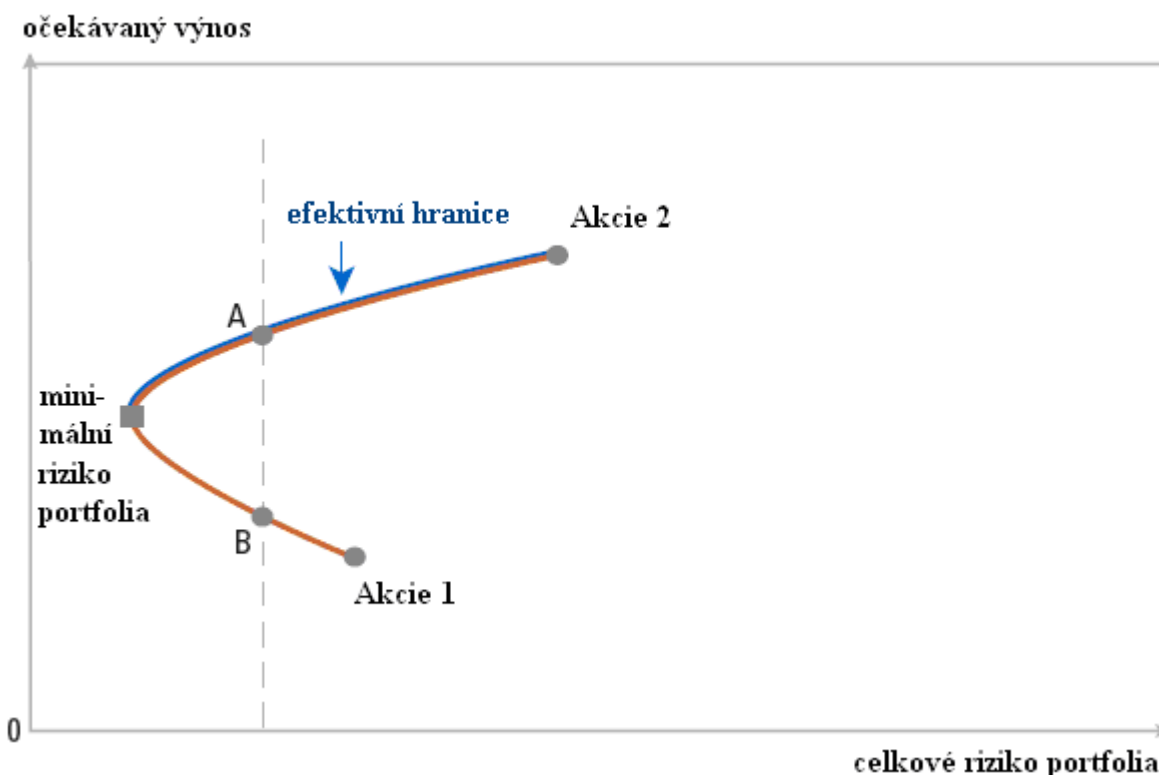
V předcházející podkapitole jsme se seznámili s revolucionářem Harry M. Markowitzem, který vysvětlil, že posuzování rizika jedné investice je bezvýznamné, a místo toho radil posuzovat všechny investice v celkových souvislostech, v takzvaném portfoliovém kontextu. William F. Sharpe navázal na Markowitz a na jeho teorii portfolia postavil svůj model oceňování rizikových kapitálových aktiv.

William Forsyth Sharpe, narozený 6. června 1934 v Bostonu, přišel do styku s publikacemi Markowitz v roce 1960 během své doktorské práce na kalifornské univerzitě v Los Angeles. Markowitz byl v tom čase činný u společnosti „Research & Development Think Tank“ (zkráceně RAND), která byla založena jako továrna myšlenek na podporu amerických ozbrojených sil během druhé světové války a dnes zkoumá důležitá témata rozvoje společenského rozvoje. Setkání vedlo k vytvoření jednoho z nejnámějších modelů moderní

teorie kapitálových trhů, za který Sharpe spolu s Markowitzem a Mertonem H. Millerem dostal o 30 let později (v roce 1990) Nobelovu cenu za ekonomii. **Model CAPM** (Capital Asset Pricing Model) vybudovaný na Markowitzově teorii portfolia byl připsán vedle Sharpeho také Johnu Lintnerovi a Janu Mossinovi, všichni tři ho totiž vyvinuli současně a na sobě nezávisle.

Model CAPM se točí kolem základní otázky rizika a výnosu. Abychom tento model pochopili, je nutné krátce zrekapitulovat pojem Markowitzovy efektivní hranice: Jako efektivní definoval Markowitz investici, která za daného rizika generuje maximální výnos nebo pro určitý výnos, který je spojen s nejmenším rizikem. Markowitz přitom dokázal, že i u investic, které nejsou dokonale korelované, může být celkové riziko všech investic, to znamená celkové riziko portfolia, sníženo pod nejmenší riziko jednotlivé investice. Po zanesení do dvourozměrného grafu tak mohl zjistit příslušné investiční kombinace, které odpovídají kritériu efektivity.

Schéma 47: Efektivní hranice

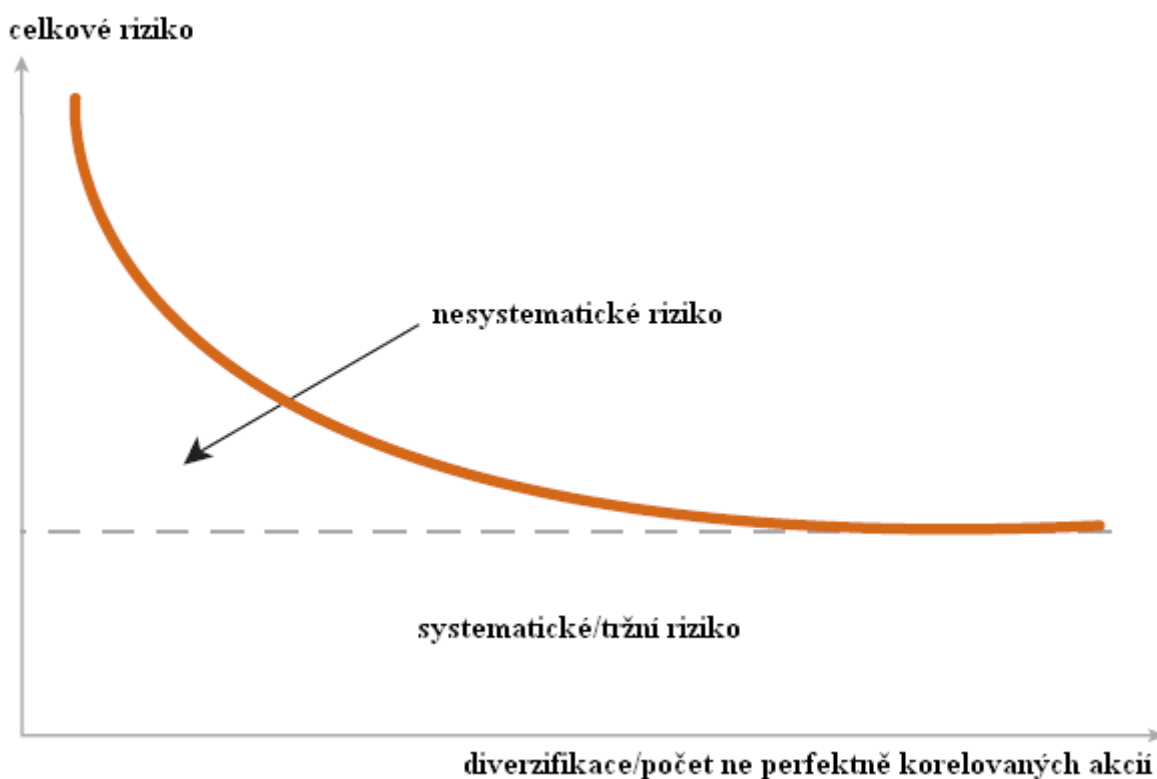


Pramen: upraveno podle <<http://www.goldman-sachs.de/Wissen/Publikationen/>>

Horní část křivky, například bod A oproti bodu B, vykazuje při stejném riziku vyšší očekávaný výnos než spodní část křivky, proto je pro investory atraktivnější.

Tento takzvaný efekt diverzifikace však v portfoliu neeliminuje všechna rizika, ale jen specifická rizika finančních prostředků navzájem, které bývají označovány také jako **nesystematická rizika** (někdy se označuje také jako 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 popisuje také jako beta riziko nebo krátce jen beta. Beta se často lakonicky označuje jako riziko, které je ve špatných tržních fázích těžké vyloučit – a v dobrých tržních fázích nevádí.

Schéma 48: Nesystematické a systematické riziko

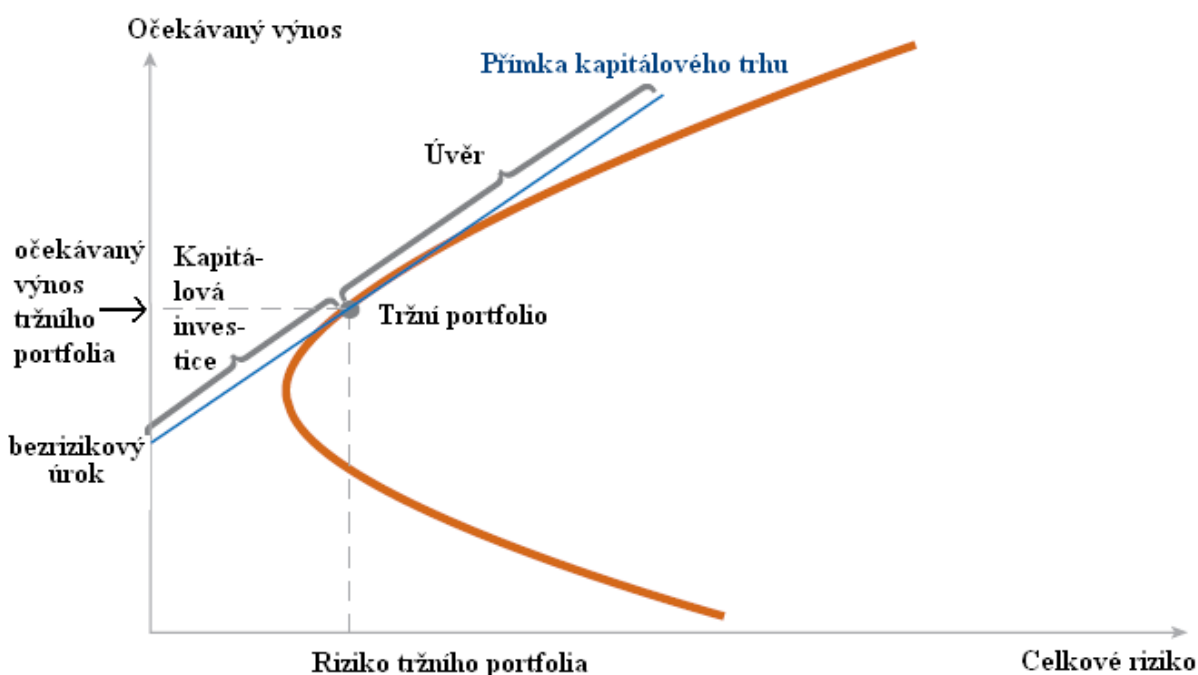


Pramen: upraveno podle <<http://www.goldman-sachs.de/Wissen/Publikationen/>>

Diverzifikace eliminuje nesystematické riziko a snižuje celkové riziko portfolia na neodstranitelné tržní riziko.

Při výběru efektivních investičních pozic byly zatím uvažovány pouze rizikové finanční tituly (akcie). Přijetí další investiční alternativy, totiž možnosti peněžní investice a přijetí úvěru za bezrizikovou úrokovou sazbu, umožní využití modelu CAPM. Tato bezriziková investice je znázorněna ve schématu 49 na ose y. Pozice je jednoznačně efektivní, neboť žádný jiný titul při daném riziku neposkytuje vyšší výnos. A proto musí být po zohlednění bezrizikové pozice změněn vzhled efektivní hranice. Investor nyní tvoří portfolia z dosavadních efektivních pozic a bezrizikových investičních možností. Je-li portfolio tvořeno z bezrizikových a rizikových finančních titulů, zůstává mezi očekávaným výnosem a podstoupeným rizikem striktně lineární vztah. Efektivní portfolia nyní leží na polopřímce, která vychází v bodě bezrizikové pozice na ose „y“ a je přílehlou tečnou k dosavadní efektivní hranici (křivce). Tato tečna se nazývá přímka kapitálového trhu a zobrazuje všechny „nové“ efektivní pozice vzniklé nad „starou“ efektivní křivkou.

Schéma 49: Přímka kapitálového trhu



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

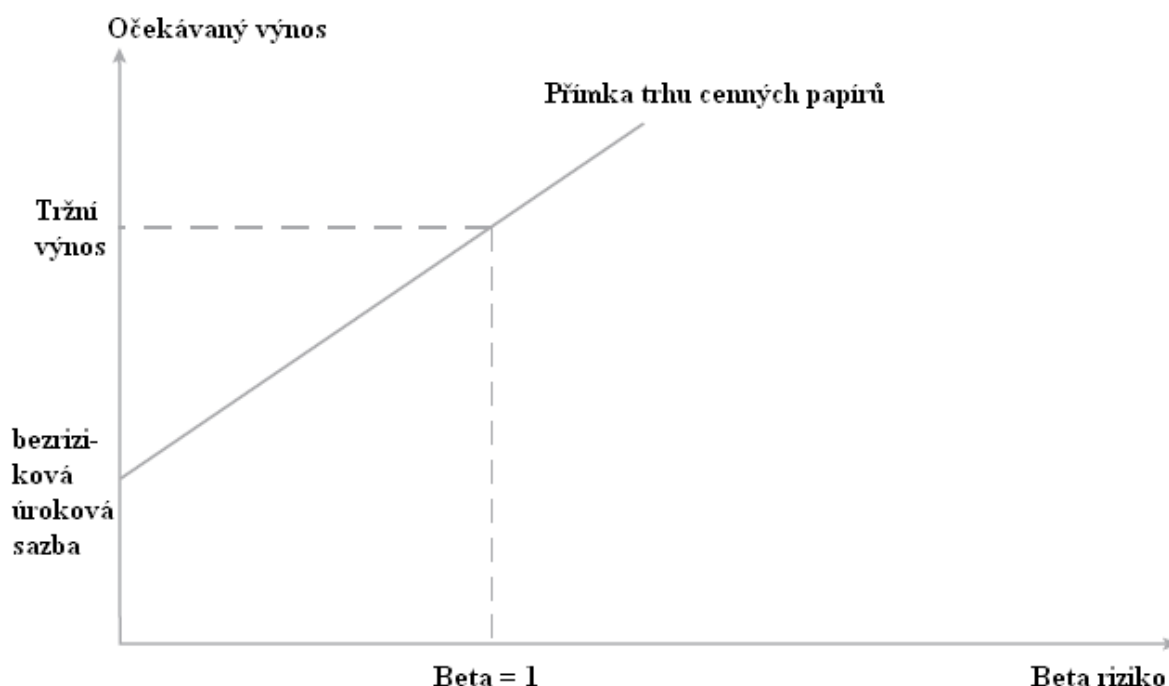
Existuje-li možnost bezrizikové kapitálové investice a výpůjčky, je efektivní množina tvořena jediným portfoliem složeným z rizikových investic (tržní portfolio), bezrizikovou investicí a úvěrovou pozicí. Každý optimalizující investor bude tedy (více či méně) držet tržní portfolio.

Každý investor, který chce mít efektivní portfolio, tak musí držet portfolio, které se nachází na této přímce, a proto musí část svých prostředků vložit do portfolia v bodě dotyku a část do jisté investice. A protože každý investor na trhu více či méně drží toto „tangenciální“ portfolio, je trefně označováno jako tržní portfolio.

Jak je popsáno výše, investoři by měli odděleně přihlížet k rizikům, která nejsou při investici dostatečně ošetřena diverzifikací. Vyneseme-li nyní na osu x 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. Tržní neboli **beta riziko** tržního portfolia má hodnotu ve výši 1. Všechny investice s vyšším tržním rizikem, tedy s beta vyšší než 1, reagují na tržní výkyvy nadproporcionálně a dávají naději dosáhnout vyšších výnosů. Finanční aktiva s betou nižší než 1 reagují méně citlivě a tím odůvodňují nižší tržní rizikové prémie.²⁰⁸

²⁰⁸ Opět předpokládáme stejné úroky pro všechny subjekty, zanedbání daní, žádné problémy s likviditou a absenci jiných nemilých skutečností, které však existují jen na perfektním kapitálovém trhu akademického a ne reálného světa. Rozšířené verze modelu CAPM se snaží zohlednit tyto vlivy.

Schéma 50: Přímka trhu cenných papírů



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

Očekávaný výnos investice závisí pouze na riziku beta a zvyšuje se proporcionálně s beta. Lineární rovnice přímky trhu cenných papírů odpovídá rovnici výnosnosti modelu CAPM:

$$\text{očekávaný výnos} = \text{bezriziková úroková sazba} + [\text{tržní výnos} - \text{bezriziková úroková sazba}] * \text{beta}$$

Model CAPM poskytuje investorům důležité poznatky. Když by se měl investor například rozhodovat mezi dvěma finančními tituly s rozdílným rizikem, tak není pro investora samozřejmé, že cenný papír s vyšší intenzitou kolísání (volatilitou) je také rovněž spojen s vyšším rizikem. Největší investiční riziko v portfoliovém kontextu nese finanční titul s nejvyšší hodnotou ukazatele beta. A pouze tento finanční titul dostane od kapitálového trhu přislíbenou také vyšší očekávanou výnosnost, neboť investor bude výhradně kompenzován za ta rizika, která při volbě portfolia sám nemůže dostat pod kontrolu. Toto neodvratitelné, systematické beta riziko jednoho finančního titulu je zohledněno v modelu CAPM a ospravedlňuje rizikovou přírážku ve výši tržní rizikové premie. Model CAPM tímto tedy udává očekávanou výnosnost rizikových investic.

Zohlednění modelu v praxi obrátilo mnohé, do té doby známé a hojně používané metody investičního managementu vzhůru nohama. Místo toho, aby doporučovaly investorům rozličných rizikových profilů (třeba mladý majetný a riziko akceptující investor a rizikově averzní otec rodiny, který plánuje financovat dobré vzdělání svých dětí) různě rizikové investice, radí model CAPM všem investorům nezávisle na jejich vztahu k riziku investovat do tržního portfolia. Teprve až ve druhém kroku rozhoduje investor v závislosti na svých výnosových a rizikových preferencích, jak by chtěl svůj kapitál rozdělit mezi tržní portfolio a bezrizikovou investici (koncept odděleného výběru optimální investice pochází od Jamese Tobina, který ho vyvinul v roce 1958 jako separační teorém).

Model CAPM kromě toho umožňuje investorům rozlišovat mezi významnými a nevýznamnými riziky a tím odporuje rozšířenému chápání, že s vyšším rizikem přicházejí také vyšší ziskové možnosti. Investoři by měli zaměřit svou pozornost na přínos rizika jedné investice k riziku celkového portfolia všech investic a ne se soustředit na příslušné jednotlivé

riziko. Protože každé podstoupené riziko není odměněno, nýbrž pouze nevyhnutelné beta riziko. Ostatně, jak říká samotný Sharpe, „by bylo i samotné Las Vegas velmi lukrativním místem“.

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

Fischer S. Black se narodil 11. ledna 1938 v Georgetownu v USA. V roce 1964 promoval na Harvardu v oboru aplikovaná matematika. Do roku 1971 působil jako profesor na University of Chicago, poté přešel na MIT Sloan School of Management. V roce 1984 přišel k investiční bance Goldman Sachs. Byl jedním z tvůrců Black-Scholesova modelu. Na rozdíl od Scholese a Mertona mu nebyla udělena Nobelova cena, neboť předtím zemřel na rakovinu hrtanu, a to 30. srpna 1995 v New Yorku.

Myron S. Scholes se narodil 1. července 1941 v Timmins v Ontariu v Kanadě. V roce 1969 promoval na University of Chicago. Pak přestoupil na Princeton University, později na MIT Sloan School of Management. V současnosti je profesorem na Stanfordu. Za Black-Scholesův model na oceňování finančních opcí mu byla v roce 1997 udělena Nobelova cena za ekonomii.

Robert C. Merton se narodil 31. července 1944 v New Yorku v USA jako syn známého profesora sociologie Roberta K. Mertona. Robert C. Merton začal své studium se zaměřením na podnikové hospodářství v roce 1967 na Massachusetts Institute of Technology. Zde byl dokonce asistentem Paula A. Samuelsona. Po své promoci v roce 1970 vyučoval ekonomii na MIT Sloan School of Management. Od roku 1988 učil na Harvard University. Profesoru Mertonovi byla v roce 1997 udělena Nobelova cena za ekonomii, protože se podílel na vytvoření Black-Scholesova modelu.

Black-Scholesův model

První ucelený model pro výpočet opcí byl vyvinut počátkem 70. let Fischerem S. Blackem, Myronem S. Scholesem a Robertem C. Mertonem. Finanční trhy tento model natrvalo změnil. Ještě dnes existuje mnoho současných modelů postavených na jejich myšlence. V roce 1997 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.

První konkrétní úvahy o modelu opcí jsou z roku 1969. Fischer S. Black, který v roce 1964 získal na Harvardu doktorský titul v oboru aplikovaná matematika, pracoval koncem 60. let pro poradenskou firmu založenou Arthurem D. Littlem v Cambridge v Massachusetts. Jeden jeho kolega jej oslovil s všeobecným problémem teoretického ocenění cenných papírů a jiných majetkových aktiv. Okouzlený Black započal hledat řešení století starého problému – férového ocenění opcí.

Když o dva roky později přešel jako profesor na University of Chicago, tyto myšlenky ho pořád pronásledovaly. Ovšem již nehlobal sám. Potkal Myrona S. Scholese, který tou dobou pracoval na MIT Sloan School of Management. Zde se seznámili také s Robertem C. Mertonem, synem známého profesora sociologie na Columbia University Roberta K. Mertona. Robert C. vyučoval na Sloan School ekonomii a vnesl hodně myšlenek a úvah do modelu Blacka a Scholese. Přesto oba potřebovali čas až do 1973, aby mohli výsledek jejich modelu prezentovat.

Model na ocenění hodnoty opcí byl však tou dobou tak revoluční, že žádný renomovaný magazín nechtěl jejich výsledky publikovat. Odmítnutí jejich odborných statí magazíny Journal of Political Economy a Review of Economics and Statistics zasáhlo autory tvrdě. Rozčarování, ale neméně motivováni se Black a Scholes pustili do propracování jejich díla. Nechali se inspirovat myšlenkami Mertona Millera a Eugena Fama. Jejich průlomový článek vyšel počátkem května 1973 v Journal of Political Economy, vydání 81, s názvem „The Pricing of Options and Corporate Liabilities“.

Od té doby se mluví o Black-Scholes modelu, i když by se správně měl nazývat Black-Scholes-Mertonův model, protože Robert C. Merton se prokazatelně zásadním způsobem podílel na vývoji modelu. Protože ale článek vyšel pod jmény Fischer S. Black a Myron S. Scholes, byl Merton nejdříve mimo hru. Udělení Nobelovy ceny v roce 1997 ve Stockholmu Scholesovi a Mertonovi bylo zadostiučiněním.

Většina v současnosti aktuálních modelů je založena na myšlenkách Blacka, Scholese a Mertona. Již krátce po vydání článku v roce 1973 uznal finanční průmysl hodnotu tohoto modelu. Například již o půl roku později inzerovala firma Texas Instruments svou nejnovější kalkulačku v půlstránkovém inzerátu ve Wallstreet Journalu s tím, že Black-Scholesův vzorec je v ní již naprogramován.

Ještě důležitější pro úspěch modelu ale bylo nadšení, které propuklo v dubnu 1973 na nově otevřené Chicago Board of Options Exchange (CBOE). Na této opční burze brzy vyšlo najevo, že obchodníci, kteří nadále stanovují vnitřní hodnotu opcí jenom tak „z hlavy“, mají horší výsledky než obchodníci, kteří sázejí na Black-Scholesův model.

11.3 Další významné osobnosti²⁰⁹

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, John Templeton, průkopník ve využívání globálních podílových fondů, 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, David Dodd

Benjamin Graham se narodil 9. května 1894 jako Benjamin Grossbaum v Londýně. Jeho otec byl movitým mužem, úspěšně obchodoval s porcelánem. V roce 1895 se rodina vystěhovala do Spojených států a usídlila se v New Yorku. Nejdříve žili na luxusní adrese ve Fifth Avenue. Měli kuchaře, služku a francouzskou au-pair. V roce 1903 ale Grahamův otec zemřel a tím začal sociální sestup, neboť rodina nedokázala obchod s porcelánem udržet. Důsledkem bylo pomalé zchudnutí.

Grahamova matka musela vyměnit luxusní byt za penzió, aby zajistila více či méně stabilní příjem. Rodina sice již nebyla bohatá, ale poměry si udržela. Tak jako předtím žili Grossbaumovi na dobré adrese. Ale pak začala Grahamova matka spekulovat na burze s vypůjčenými penězi. Krach v roce 1907 ji překvapil stejně jako většinu ostatních investorů. A definitivně rodinu zruinoval. Na počátku první světové války si rodina změnila jméno, protože německy znějící jména byla na obtíž.

²⁰⁹ Goldman Sachs: Köpfe der Finanzmarkttheorie. Dostupné na: <http://www.goldman-sachs.de/cmsdefault/default/default/nav_id,338/>.

Všechny tyto potíže ovšem Benjaminu Grahamu nezbrzdily. Získal stipendium na Columbia University. V roce 1914 uzavřel ročník jako druhý nejlepší. Byl tak dobrý, že ho oslovili ze tří fakult (angličtiny, matematiky a filosofie), aby se stal členem kolegia a učil. Ale Benjamin Graham nechtěl zůstat na universitě. Táhlo ho to na burzu, na to místo, které jeho rodinu zruinovalo. Vzal nabídku na Wall Street. Zpočátku pracoval pro firmu, která obchodovala s dluhopisy. Později se stal analytikem a pak dokonce partnerem. Založil investiční fond a v roce 1926 začal s vlastní správou aktiv – Benjamin-Graham-konsorciem.

Brzy na to jej plně zasáhl krach. Na Grahama to však nemělo pouze negativní dopad. Byl tak položen základ jeho budoucích úspěchů.

V roce 1929 spravovalo Benjamin-Graham konsorcium celkem 2,5 milionů dolarů. Byly to zčásti pozice v cenných papírech v hodnotě 4,5 milionu dolarů. Proti tomu stály závazky v hodnotě 2 milionů dolarů. 3. září 1929 dosáhl americký akciový index Dow Jones na úroveň 381 bodů tehdejšího maxima, ale konec býčího trhu stál za dveřmi. V následujících dvou a půl měsících se kurzy propadly o takřka polovinu, pak se trochu zotavily. Graham ztratil v roce 1929 jenom asi 20 procent. V roce 1930 se ale trh znovu zhroutil a Dow Jones do června 1932 poklesl na 42 bodů. Grahamovo konsorcium bylo mezi lety 1929 a 1932 v mínusu takřka 70 procent, z původních 2,5 milionu dolarů zůstalo jen 375 000 dolarů.

Ale Graham se zotavil. V následujících letech objevil mnoho výhodně oceněných investičních možností a v letech 1936 až 1956 vydělal se svojí Graham-Newman Corp. ročně alespoň 14,7 procenta. Celý trh dosáhl v tomtéž období 12,2 procenta.

Svá poznání si Graham nenechával jen sám pro sebe a mezi lety 1928 až 1957 učil na Columbia University. Učil, že výkyvy na akciových trzích mohou být „přeháněním“ do obou směrů. Proto mají být kupovány pouze akcie, které jsou podhodnoceny pod svou fundamentální hodnotu. Benjamin Graham je tak považován za *otce fundamentální analýzy*.

V roce 1934 vydal Graham spolu s Davidem Doddem knihu „Security Analysis“. Kniha je ještě dnes považována za standardní dílo v oblasti value investing (hodnotově orientovaná investice) a fundamentální analýzy cenných papírů. O několik let později, v roce 1949, vyšlo první vydání knihy „Inteligentní investor (The Intelligent Investor)“, kde je učení z předchozí knihy podáno obecně srozumitelnější formou.

To, že právě Graham je u většiny investorů známější než Dodd, je způsobeno především tím, že je duchovním otcem a vzorem svého nejznámějšího žáka, Warrena Buffeta. Buffet dosáhl svého majetku tím, že si osvojil Graham-Doddův princip a kupoval dle této metody jeden podnik za druhým a stal nejbohatším mužem planety.

Benjamin Graham zemřel 21. září 1976 ve věku 82 let.

Američan **David Dodd** (narozen r. 1895) je jedním dechem zmiňován spolu s Benjaminem Grahamem. Dodd potkal Grahama v roce 1938 když začal učit na Columbia Business School. Během svého dlouhého života byl finančním analytikem, docentem na univerzitě, autorem a obchodním partnerem a také přítelem Benjaminu Grahamu. David Dodd umřel v roce 1988 ve věku 93 let v Portlandu v Maine.

Sir John Marks Templeton²¹⁰

John Templeton byl investorem a průkopníkem ve využívání podílových fondů.

Narodil se 29. listopadu 1912 ve Winchesteru v Tennessee. Navštěvoval Yale University a byl zvolen členem Elihu Senior Society. Promoval v roce 1934 jako nejlepší student svého ročníku. Byl také držitelem titulu CFA (Chartered Financial Analyst).

V roce 1937 se oženil s Judith Folk, se kterou měl tři děti (John jr., Anne a Christopher). Judith zemřela v roce 1951 při motocyklové nehodě. Pak si John vzal za manželku Irene Reynolds Butler v roce 1958. Ta zemřela v roce 1993.

Zatímco běžné doporučení je „kupovat levně a prodávat draze“, Templeton přijal extrémní strategii, tzv. „*body maximálního pesimismu*“. Když v Evropě v roce 1939 začala válka, za vypůjčené peníze nakoupil 100 akcií od 104 společností (včetně 34 v úpadku), jejichž akcie byly za jeden dolar nebo méně. Pouze čtyři se ukázaly být bezcenné, na své strategii tedy vydělal. Průměrně každé čtyři roky se zaměřil na jiné akcie.

Miliardářem se stal využíváním globálních *podílových fondů*. Jeho společnost Templeton Growth Ltd. (investiční fond), založená v roce 1954, byla vůbec první, která investovala v Japonsku v polovině 60. let.

Jako filantrop John Templeton založil:

- Nadaci Johna Templetona (1987), která je v současnosti dotována 1,5 miliardami dolarů a která podporuje vědecký výzkum na špičkových univerzitách v takových oblastech, jako je například teoretická fyzika, evoluční biologie či společenské vědy;
- Templetonovu cenu (1972), která je udělována novátorům v duchovní činnosti a myšlení ve výši 1 milion liber (cena vznikla v Londýně, vyhlašována je však v New Yorku);
- Templetonovu knihovnu ve Sewane v Tennessee.

V roce 2006 byl magazínem Sunday Times Rich List umístěn na 129. příčce nejbohatších lidí. Časopis Money ho v roce 1999 označil jako „pravděpodobně největší sběrač akcií tohoto století“ ("arguably the greatest global stock picker of the century"). Stal se slavným hlavně díky své obchodní filosofii: *Vyhýbej se stádu a Kupuj, když je na ulicích krev*. V roce 2007 byl magazínem Times jmenován mezi 100 nejvlivnějších lidí světa.

Sir John Templeton zemřel 8. července 2008 (ve věku 95 let) na Bahamách na zápal plic.

Paul A. Samuelson

Paul Anthony Samuelson, narozený 15. května 1915 v Gary v Indianě, je americký profesor ekonomie, autor mezinárodně uznávané učebnice ekonomie a 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.²¹¹

Samuelsonův ekonomický talent bylo možno pozorovat již v jeho mladých letech. V šestnácti zahájil své studium na renomované univerzitě v Chicagu, kterou před promocí ještě vyměnil za Harvard. Později jako profesor vyučoval na Massachusettském technologickém institutu. Samuelsonova cesta k jednomu z nejvýznamnějších vědců v oboru ekonomie nebyla oprostěna od náhod a malých omylů. Samuelson se neplánovaně dostal na svou první přednášku z ekonomie a rozhodl tak volbu svého studijního oboru. Výběr Harvardu se

²¹⁰ Dostupné na: <http://en.wikipedia.org/wiki/John_Templeton>.

²¹¹ Samuelson nebyl uveden v předchozí kapitole, ačkoli je nositelem Nobelovy ceny za ekonomii. Tato cena mu byla totiž udělena za rozvoj ekonomie, ale ne v oblasti financí. Přesto jej uvádíme jako osobnost financí, neboť se věnoval mimo jiné i finanční vědě.

zakládal na chybném úsudku, že je místem pokojným, romantickým a obklopeným zelenými pahorky. O to větší byl jeho úžas, když poprvé stanul v ruchu Harvard Squares. Tyto záměny se však pro něho ukázaly jako nanejvýš šťastné. Neboť jak on sám přiznal, ekonomie a Samuelson byli pro sebe navzájem zřejmě stvořeni.

Jeho školitelé Wassily Leontief a Josef Schumpeter (oba světoznámí ekonomové) byli jeho analýzami nadšeni přinejmenším tak, že se po obhajobě Samuelsonovy disertace ptali sami sebe, jestli také oni při obhajobě obstáli.

Příznačné pro Samuelsonovu tvořivost je, že ve věku 25 let publikoval již víc odborných příspěvků než kolik prožil let života, několik stovek však ještě mělo přijít. Velkou pozornost ekonomů získala již jeho disertační práce „Foundations of Economic Analyse“. Samuelson v tomto díle formuloval základní „zákony“ tržního hospodářství v matematické podobě.

Samuelsonova popularita a jeho významný vliv se zakládají z velké části na jeho *knize* „**Economics: An Introductory Analysis**“ zveřejněné v roce 1948, ve které použil matematické metody k popisu ekonomických otázek a ekonomii povýšil daleko nad jednoduchou úvahu o nabídkových a poptávkových křivkách. Učebnice, kterou původně napsal, aby zpříjemnil předmět ekonomie málo zapáleným studentům inženýrského studia, byla od svého prvního výtisku vydána v 18 vydáních a přeložena do 80 jazyků. Generace studentů ekonomie byly touto knihou ovlivněny. S ohledem na tento úspěch se dá i přes více než polovinu století chápat Samuelsonův výrok: „Let those, who will, write the nation's laws, if I can write its textbooks.“ (čili: nechte toho, kdo chce, napsat národní zákony, jestliže já k nim můžu napsat učebnice). Právem se dá tvrdit, že vědecká disciplína národní hospodářství by bez Samuelsona dnes vypadala jinak.

Samuelson byl činný téměř ve všech vědných oborech ekonomie. Jeho univerzální tvůrčí činnost se vztahovala kromě jiného na oblasti ekonomie blahobytu, finanční vědy, makroekonomie, teorii zahraničního obchodu a teorii spotřebitele. Ačkoli se Samuelson jako vědec věnoval hlavně výzkumu a výuce, byl aktivní i v mnoha praktických činnostech. 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 matematickou cestou popsal nahodilý pohyb akciových kurzů (takzvaný Random Walk) a současně dokázal, jak se dá vypočítat pravděpodobnost, že kurz akcie na její náhodné procházce nabude určitých hodnot. Bachelier, který svůj objev zveřejnil již v roce 1900, však zůstal nepovšimnutý. Samuelson rozpoznal významnost Bachelierovy práce a nejenom Bachelierovi tím pomohl k posmrtné slávě. Samuelson také položil základní stavební kameny pro pozdější úspěchy teorie finančního trhu, jako hypotézy efektivních trhů Eugena Famy a vzorce na výpočet ceny opce od Mertona, Scholese a Blacka.

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 popsal přitom 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 nejvíce nudné, asi jako přírůstky při růstu trávy“. Kdo při peněžní investici hledá vzrušení, ten by raději měl „vzít do kapsy 800 dolarů a jet do Las Vegas“. Tak zní Samuelsonovo doporučení.

Eugene Fama

Eugene Fama je považován za duchovního otce teorie efektivních trhů.

Narodil se 14. února 1939 v Bostonu, Massachusetts, je ženatý a má čtyři děti a deset vnoučat.

Fama si nejdříve na bostonské Tufts University zvolil za svůj hlavní studijní obor francouzštinu. Jeho fascinace finančními trhy se vyvinula až později a to z jednoho spíše pragmatického důvodu, který však je dominující nad všemi zákony kapitálových trhů: Fama chtěl vydělávat více peněz. Tento talentovaný hráč tenisu viděl u francouzštiny jenom chabé šance, jak vydělat velké peníze a zajistit své mladé rodině odpovídající životní standard. Proto Fama přesešel na studium hospodářství, kde úspěšně promoval.

Jeho první projekt na renomované University of Chicago (kterou mu doporučili, protože na Harvard, o který měl původně zájem, byl prý „příliš intelektuálním“ člověkem) ho zavedl hned k jádru problému. Fama měl vyvinout **ziskovou obchodní strategii**. Starodávnou snahu porazit trh si vzal rychle za svou. Vyvinul úspěšný obchodní 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. Pozitivní backtesting (kontrola výnosnosti na historických datech) byl proto k ničemu.

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 Fama razil pojem **tržní efektivita** a etabloval se jako „otec moderní finanční vědy“.

V roce 1970 publikoval „Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work“ v Journal of Finance.

Eugene F. Fama působí jako profesor v oboru financí na University of Chicago.

George Soros

George Soros je americký měnový spekulant, akciový investor, obchodník, filantrop a politický aktivista.

Narodil se 12. srpna 1930 v Budapešti jako György Schwarz. Jeho otec si však nechal v roce 1936 změnit jméno na Soros v důsledku rostoucích antisemitistických nálad v Maďarsku. V roce 1945 Soros prožil boje o Budapešť, kdy zde bojovaly sovětské, německé a maďarské

armády. Během maďarské hyperinlace v letech 1945 – 1946 obchodoval George Soros s valutami.

V roce 1947 emigroval do Británie a v roce 1952 úspěšně absolvoval na London School of Economics. Během studií pracoval jako nosič zavazadel na železnici nebo jako číšník v restauraci Quaglino's. Zajistil si i vstupní pozici v londýnské obchodní bance Singer & Friedlander.

V roce 1956 se George Soros přestěhoval do New Yorku, kde pracoval jako makléř a posléze analytik finančních trhů. Po práci se zabýval filozofií, která byla jeho vášní. Značný vliv na Sorosovy filozofické myšlenky měl jeho bývalý univerzitní učitel Karl Popper. Zároveň se začal zajímat, jak investovat. V letech 1963 až 1973 pracoval u společnosti Arnhold and S. Bleichroeder, kde se propracoval na pozici viceprezidenta. Uvědomil si, že je lepším investorem než filosofem nebo ředitelem. V roce 1967 přesvědčil tuto společnost, aby založila **investiční fond, First Eagle**, který by řídil. Jelikož byl tento fond úspěšný, došlo o dva roky později k vytvoření druhého fondu, Second Eagle. Jakmile dozorčí orgány zpřísnily regulace tak, že už nemohl dál řídit fondy, jak by chtěl, opustil svoji pozici a založil soukromou investiční společnost.

Soros je zakladatelem společnosti **Soros Fund Management**. V roce 1970 spoluzakládal s Jimem Rogersem Quantum Fund. Ten společnost opustil v roce 1980. Quantum Fund vynesl v roce 2007 výnos ve výši takřka 32,0 procent a zajistil Sorosovi příjem 2,9 mld. USD.

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

Sorosův oblíbený výrok zní: „*Nejde o to, jestli máte pravdu nebo ne, ale o to, kolik vyděláte, když máte pravdu, a kolik proděláte, když se zmýlíte.*“ Sám se též několikrát zmýlil ve svých spekulacích. Například v roce 1997, když předvídal pád internetových akcií. Ten přišel o rok dříve a Sorose to stálo 700 milionů dolarů. O slušnou částku přišel i v roce 1998 v Rusku, které nebylo schopné splácet své dluhy. Po sérii neúspěchů na konci devadesátých let, která ho stála přibližně tři miliardy, se tak rozhodl v roce 2000 přetvořit Quantum ve více konzervativní fond nevyhledávající rizikové spekulace.

Soros je též autorem řady knih. Ve svých knihách často předpovídá kolaps finančního systému. O svých knihách se vyjádřil: „Přivolávám vyjícího vlka... Udělal jsem to poprvé v Alchymii financí (The Alchemy of Finance, 1987), poté v Krize globálního kapitalismu (The Crisis of Global Capitalism, 1998) a nyní v této knize (The New Paradigm for Financial Markets, 2008). Takže jsou to tři knihy předpovídající katastrofu. ... Třikrát chlapec tvrdil, že vlk zaútočil, až vlk nakonec přišel.“

V roce 1988 byl George Soros požádán podílet se na převzetí francouzské banky Sociétés Générale. Sice odmítl, později však koupil část akcií této společnosti. V roce 1989 začaly francouzské úřady vyšetřování pro podezření z insider tradingu. V roce 2002 ho francouzský soud dle francouzského práva uznal vinným ze zneužití neveřejných informací a udělil Sorosovi pokutu ve výši 2,3 milionu dolarů, což byl jeho výtěžek na transakci. Soros ovšem popřel jakékoliv nezákonné jednání a v roce 2006 ho Soud pro lidská práva osvobodil.

Soros je předsedou Soros Fund Management a Open Society Institute (nadace Otevřená společnost), která operuje především v prostředí střední a východní Evropy. Ve Spojených

státech je též známý velkými částkami, které investoval do neúspěšného pokusu porazit prezidenta George W. Bushe ve volbách 2004.

Časopis Forbes odhaduje jmění Georgie Sorose na 8,5 miliardy dolarů. Ve světovém žebříčku je na 71. místě nejbohatších lidí světa, v žebříčku Američanů na 27. pozici. Je dvakrát rozvedený a má celkem pět dětí.

Warren E. Buffett

Warren Edward Buffett se narodil 30. srpna 1930 v americké Omaze v Nebrasce jako dítě makléře, takže ke světu financí měl blízko již od svého raného dětství. Mezi osobnosti financí neřadíme tohoto velikána díky jeho vědecko-výzkumné práci nebo jeho přínosu k rozvoji teorie financí, není ani nositelem Nobelovy ceny. Buffett se stal osobností finančního světa díky úspěchu v praxi, a sice na poli finančního investování.

Podnikatelského ducha projevoval již od útlého dětství. Kromě jiného pronajímal zemědělskou půdu, roznášel noviny a organizoval distribuci tisku. První obchod udělal „malý Warren“ již v jedenácti letech. Tehdy nakoupil se svou sestrou akcie Cities Services za 38 dolarů, ty následně nejdříve poklesly, ale za několik měsíců se jejich hodnota zvýšila na 40 dolarů a Buffett je rychle se ziskem prodal. Po několika letech hodnota akcie této společnosti dosáhla úrovně kolem 200 dolarů a pro Buffetta to byl impuls k uvědomění si významu trpělivosti a investování v dlouhodobém horizontu. Později to Buffett vystihuje 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."

V 19 letech nastoupil na Columbia Business School, kde studoval pod vedením Benjamina Grahama. Z jeho učení poté vycházela Warrenova budoucí investiční strategie, kterou je **investice do akcií podhodnocených firem**. Jejich spolupráce pokračovala i po skončení studia, jelikož Buffett pracoval pro firmu Benjamina Grahama jako analytik cenných papírů.

V roce 1956 s pomocí rodinných příslušníků založil **investiční firmu Buffett Partnership**. Peníze získával od investorů, kterým poskytoval výhodné podmínky – pokud výnos jejich investic nepřesáhl 4 %, celý výnos připadl investorům a Buffett nevydělal nic. Každý výnos nad 4 % byl však rozdělen mezi investora (75 %) a Buffetta (25 %). Warrenovým cílem bylo dosahovat ročního výnosu investic, který by byl v průměru o 10 % vyšší než výnos investic do indexu DJIA (Dow Jones Industrial Average). V praxi byl však ještě úspěšnější a dosahoval se svou společností meziročního zhodnocení až kolem 30 %.

V roce 1965 získal rozhodující podíl v textilní firmě Berkshire Hathaway, která je dnes holdingovou společností s investicemi v pojišťovnictví, klenotnictví, potravinářství, ale vlastní také menší podíly třeba v Coca-Cole a dalších společnostech. V roce 1970 se stal prezidentem Berkshire Hathaway a od té doby začal psát své pověstné výroční zprávy.

V sedmdesátých letech dosáhl takového věhlasu, že stačilo, aby koupil určité akcie a ty okamžitě zhodnotily. Zajímavé bylo, že přes ohromující hodnotu vlastního majetku Buffett neprodal jedinou akcii. Je známý svou šetrností a střídavým životem. Jeho roční plat 100 000 dolarů je na spodní příčce odměn výkonných manažerů srovnatelných amerických společností.

Na jaře 2008 předstihl Warren Buffett v pořadí **nejbohatších lidí planety** Billa Gatese. „Věštec z Omahy“ (Oracle of Omaha), jak se finančníkovi přezdívá, navýšil podle propočtů amerického magazínu Forbes své jmění na 62 miliard dolarů, tj. o 10 miliard za pouhý rok. Velkou část svého majetku hodlá postupně rozdat charitě. Jeho děti po něm nic podstatného nezdědí, což je v souladu s jeho přesvědčením, že velké majetky by se neměly dědit

z generace na generaci a každý by si měl vydělat sám. Podle jeho slov dá dětem tolik, aby si „mohly vybrat, co chtějí dělat, ale ne tolik, aby mohly nedělat nic“.

V posledních amerických prezidentských volbách Warren Buffet podporoval, a to i finančně oba demokratické kandidáty – Hillary Clintonovou i Baracka Obamu. Podle jeho slov by kterýkoli z nich byl vynikajícím prezidentem. A zdá se, že finanční magnát chce předat své zkušenosti z burzy a investic i nejmladší generaci, jelikož spolupracuje na animovaném seriálu, který má naučit děti správným finančním návykům. K životnímu stylu nejbohatšího muže světa patří fakt, že nevlastní mobilní telefon, nemá na stole počítač a své auto si řídí sám.

K bohatství mu pomohla jeho intuice, schopnosti a dlouhodobé investování. Svými finančními operacemi si vymohl respekt jako žádný jiný investor. Hlavní myšlenkou Buffettovy investiční strategie je to, že nekupuje akcie, ale společnosti, jež jsou těmito akciemi reprezentovány. Jeho cílem jsou společnosti, jejichž předmětu činnosti rozumí a které jsou dle jeho analýz podhodnoceny.

Investičním šlágrům konce minulého tisíciletí byly internetové společnosti a akcie většiny z nich dosahovaly mnohasetprocentní zhodnocení kapitálu ročně. Buffett do těchto akcií ovšem nechtěl investovat, protože předmětu činnosti těchto společností prostě nerozuměl. Mnoho věhlasných finančních institucí a makléřských domů za to Buffettu odsuzovalo a předpovídalo konec jeho investičních úspěchů. Jak však akcie těchto firem dopadly, ví dnes každý.

Jaká jsou tedy **pravidla investování** dle Warrena Buffettu? Investujte *do akcií společností, které se zabývají činností, které rozumíte*. To znamená, že pokud pracujete např. v oblasti financí, zaměřte se na společnosti, které se zabývají financemi a příbuzným oborům. Pokud jste programátor, budete zřejmě nejvíce rozumět společnostem zabývajícím se softwary a programováním. Ve svém oboru jste odborník, máte mnoho poznatků, které amatér nezná, ovšem pokud se budete zajímat třeba o těžbu zlata, budete muset začít úplně od začátku a budete stát proti investorům, kteří o těžbě zlata ví o mnoho více než vy. Buffett je proslavený tím, že investuje do společností, pro jejichž majitele je podnikání vášní a zábavou a ne pouhým prostředkem k vydělávání peněz. Jak sám říká: "Pokud management společnosti potřebuje, abych jim s řízením společnosti pomáhal, je to problém".

Snažte se nalézt *společnost, která má nějakou výhodu oproti své konkurenci*. Ať už je to světoznámá značka, výhradní postavení na trhu, lepší management, patenty a práva na jejich výrobky a služby atd. Měla by nabízet potřebné věci a nemusí příliš ostře bojovat s konkurencí.

Neustále se zvyšující zisky a obrat společnosti jsou pro zaměstnance a management velmi důležitou psychologickou podporou, což se odráží v jejich větší produktivitě. *Podnik musí mít velice schopné vedení*, které slouží především svým akcionářům a namísto tantiém a vyplácení vysokých dividend se soustředí na trvalý růst hodnoty pro akcionáře.

Pokud je společnost příliš zadlužená, může mít v budoucnosti problémy se získáním dalších prostředků na rozšíření své činnosti. Je proto vhodné *vyhledávat společnosti s nízkým zadlužením*. Měli by mít dostatečně vysokou výnosnost vlastního kapitálu a silné cash flow. Výnosnost kapitálu musí být dle Buffettu minimálně ve výši 10 % p.a., jinak se do dané společnosti dlouhodobě investovat nevyplatí. Vybraná společnost by měla vykazovat pravidelně se zvyšující zisk na akcii.

Investiční zásady Buffettu jsou vidět na portfoliu zmiňované společnosti Berkshire Hathaway, kterou řídí. V jejím portfoliu se nachází akcie společností American Express, Coca Cola, Gillette, HCA, H&R Block, M&T Bank, Moody's, PetroChina, Washington Post, Wells

Fargo. Warren Buffett je opravdovou legendou mezi investory a některé jeho postoje můžeme s úspěchem použít i my. Třeba jeho chuť a odhodlání k práci i přesto, že už několik desítek let by pracovat nemusel či jeho 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?"

12 AKTUÁLNÍ FINANČNÍ TRENDY

12.1 Globální „megatrendy“

Identifikovat a popsat hospodářské a finanční megatrendy je mediálním a vědeckým tématem již několik desetiletí. Už v roce 1982 vydal Američan John Naisbitt knihu „Megatrends“ a od té doby je tohle téma i mezi ekonomy, národohospodáři a dalšími účastníky finančního trhu velmi populární.

V průběhu času se vyprofilovaly čtyři významné trendy, které si v následujícím textu přiblížíme. Jsou to:

- globalizace
- demografický vývoj
- klimatické změny
- energie

Globalizace

Pojem globalizace znamená rostoucí propojenost současného světa ve všech oblastech života lidí, tj. v oblasti ekonomické, sociální, kulturní, technické i politické. Tyto procesy jsou vzájemně provázané a navzájem se podmiňují.

Ekonomické procesy spočívají zejména v propojování světových trhů a zapojování všech společností do světových ekonomických vazeb, v působení nadnárodních korporací a mezinárodních finančních institucí (Světová banka, Mezinárodní měnový fond). *Sociální procesy* zahrnují jevy jako je globální turistika či migrace, rozvoj komunikačních technologií a dopravy či celosvětový nárůst chudoby. V *kulturní dimenzi* globalizace dochází ke zintenzivnění kontaktu mezi kulturami a celosvětovému šíření určitých kulturních vzorů. V této souvislosti se hovoří o mizení rozmanitosti kultur a procesu „pozápadnění“ (westernizace) či amerikanizace světa a o vzniku nových kulturních forem jejich míšením (hybridizace či kreolizace). *Politické procesy* jsou především charakterizovány poklesem politického vlivu národních států, propojováním států do větších celků a také rostoucím vlivem ekonomiky na politické rozhodování. Důležitou charakteristikou globalizace je vzájemná závislost mezi státy a hospodářstvími či nárůst nerovností mezi chudými a bohatými společnostmi, které doprovázejí propojování světa.²¹²

Jak vyplývá z předchozího textu, globalizace je úzce spojená s *mezinárodním obchodem*. Jeho význam vzrostl v druhé polovině 19. století, avšak skutečný rozmach zaznamenal až po pádu železné opony v roce 1989 a po hospodářských reformách v Číně. Zatímco v roce 1990 byl podíl exportů zboží do rozvojových a postkomunistických zemí 30 procent, v roce 2005 to bylo již 44 procent.²¹³

Kromě integrace bývalých centrálně plánovaných hospodářství do systému tržního hospodářství má významnou roli v globalizaci také technologický pokrok, hlavně v oblasti informačních a komunikačních technologií a inovace v oblasti transportu a logistiky. Tyto dvě oblasti umožňují intenzivní růst mezinárodního obchodu, specializace a dělby práce.

²¹² CzechKid: Globalizace. Dostupné na: <<http://www.czechkid.cz/si1050.html>>.

²¹³ LETZGUS, O. *Ökonomisches Basiswissen*. Schäffer-Poeschel Verlag, 2008, s. 1-10.

Globalizaci lze tedy popsat především následujícími *indikátory*:

- růst mezinárodního obchodu zboží a služeb,
- rostoucí přímé investice v zahraničí,
- rozmach mezinárodního pohybu kapitálu – přístup zahraničních investorů na národní burzy.

S globalizací jsou spojena jak pozitiva, tak i negativa. K *pozitivním dopadům* patří:

- snížení nákladů na produkci a další činnosti mezi více zeměmi (mezinárodní dělba práce), vyšší kupní síla, snížení nákladů na logistiku;
- masová výroba (díky nižším nákladům a lepší technologii) a standardizace výrobků a programů (výrobky musí splňovat určitá kritéria platná po celém světě, což zákazníkovi garantuje jejich kvalitu);
- urychlení vývoje díky rychlé výměně zkušeností (např. v informačních technologiích);
- uspokojení preferencí více zákazníků kdekoli na světě (např. v českých obchodech lze koupit zboží ze zahraničí);
- roste konkurence a zároveň konkurenceschopnost;
- v důsledku toho klesá inflace a centrální banky pro stimulaci hospodářství snižují úrokové sazby.

K *negativním dopadům* globalizace patří například:

- globalizace není regulována žádnou světovou autoritou, státy při určování své hospodářské politiky musí brát ohledy na mezinárodní prostředí (např. pokud některá země nevyjde nadnárodní společnosti vstříc, může se společnost jednoduše přesunout jinam);
- přílišná standardizace produktů, ztráta jedinečnosti, pro kterou mohly být u zákazníků oblíbené;
- rozevírání nůžek mezi bohatými a chudými, globalizace je příležitostí pro silnější a ohrožení pro slabší;
- přesun některých odvětví do oblastí s nižšími náklady (např. přesun textilního průmyslu do Číny);
- nekvalifikovaná pracovní síla v rozvinutých zemích je ohrožována levnou pracovní silou ze zemí rozvojových;
- nebezpečí degenerace či ztráty národní kultury.²¹⁴

Na kapitálových trzích dochází kombinací silného hospodářského růstu, nízké míry inflace, uvolněné měnové politiky a přerozdělením příjmu k výhodným podmínkám pro obchodování akcií a dluhopisů. Ovšem po krachu a v současné krizi je zde namísto otázka, jestli se jedná o jednorázový efekt, který se již nebude opakovat. Nebo jde o dlouhodobý fenomén s cyklickými korekcemi?

Demografický vývoj

Již klasický ekonom Thomas Maltus, současník Adama Smitha a Davida Ricarda, se ve své práci *Essay on the Principles of Population* (1798) zabýval otázkou demografického vývoje a jeho dopady na hospodářství. Jako zásadní problém viděl příliš vysokou, exponenciálně *rostoucí populaci* země, se kterou nedokázal lineární růst produkce držet tempo.

²¹⁴ ŠIKULOVÁ, M.; MOKRIČKA, P. Světové trendy v oblasti financí. In *Evropské finanční systémy 2009*. Brno : Masarykova univerzita, 2009, s. 189.

Světová populace dosáhla první miliardy v roce 1805, druhou v roce 1927, třetí v roce 1960, čtvrtou v roce 1974, pátou v roce 1987 a šestou v roce 1999. Ročně roste světová populace o 1,2 procenta. Tímto tempem může mít světová populace 9,5 miliardy lidí v roce 2050.

Zatímco světová populace pořád ještě roste, v Evropě je situace jiná. Dle demograficko-statistických výpočtů může začít populace v Evropě klesat již v roce 2015.

Velikost s struktura populace regionu je ovlivňována v první řadě tzv. fertilitou a mortalitou. **Fertilita** označuje počet narozených dětí. V České republice porodnost dosáhla 1,5 dítěte na jednu ženu²¹⁵, pro udržení stavu populace je ovšem potřeba porodnost 2,1 dítěte na ženu. Ve spojitosti s klesající mírou reprodukce se hovoří o „demograficko-ekonomickém paradoxu“, kde míra porodnosti klesá ve společnosti s rostoucími příjmy na jednotlivce. **Mortalita** označuje počet úmrtí. Zde hraje roli i tzv. očekávaná délka života. *Očekávaná délka života* (naděje dožití při narození) dosahovala roku 2008 74 let pro muže a 80 let pro ženy²¹⁶ a čeká se její růst. Ve spojitosti s klesající fertilitou tedy dostává pyramida obyvatelstva tvar elipsy.

Klesající míra fertility a rostoucí očekávaná délka života vedou k **růstu průměrného věku obyvatelstva**. Dalším významným ukazatelem je **migrace**. Například v roce 2008 se přistěhovalo téměř 78 tisíc osob a odstěhovalo 6 tisíc osob²¹⁷.

Tyto faktory ovlivňují i hospodářství a přerozdělení zisků lidí. Prodlužuje se doba odchodu do důchodu a v ohrožení je kvůli struktuře obyvatelstva i státní důchodový systém. Očekává se tedy zvýšený význam privátního důchodového pojištění (penzijní připojištění apod.). Ve spojitosti s poklesem porodnosti rozvinutých zemí (předpokládá se obrácení trendu kolem roku 2030) se zmiňuje i tzv. hypotéza asset meltdown, která říká, že mezi demografickým vývojem a vývojem cen aktiv na finančních trzích je přímá úměra.

Klimatické změny

Klimatické změny ovlivňují zeměkouli již její celou věčnost. Mluví se o skleníkovém efektu, globálním oteplování. Očekává se, že ke konci století bude průměrná teplota na Zemi o šest stupňů Celsia vyšší než dnes. Tyto klimatické změny nesou s sebou samozřejmě i negativní dopady na společnost. Katastrofy jako povodně či požáry jsou živnou půdou medií již několik let a dotkly se alespoň nepřímo snad každého z nás.

Britský ekonom Nicholas Stern vyčíslil v jedné studii náklady na klimatické vlivy na 20 procent světové produkce.

Klimatické změny mají také dopad i na finanční trhy. Z důvodů různých přírodních rizik lze na finančních trzích najít nové produkty, které lze využít i při tvorbě soukromého portfolia, jako jsou povodňové dluhopisy (cat bonds) či klimatické deriváty. Také je ovlivněn akciový a dluhopisový trh. Zatímco akcie společností alternativních energií rostou, cena akcií energeticky náročných firem (např. chemických závodů) spíše klesá.

²¹⁵ Český statistický úřad: Vývoj obyvatelstva České republiky: Porodnost. Dostupné na: <[http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/1D00355EB0/\\$File/400709a4.pdf](http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/1D00355EB0/$File/400709a4.pdf)>.

²¹⁶ Český statistický úřad: Vývoj obyvatelstva České republiky: Úmrtnost. Dostupné na: <[http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/1D00355EB6/\\$File/400709a6.pdf](http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/1D00355EB6/$File/400709a6.pdf)>.

²¹⁷ Saldo zahraničního stěhování je od roku 2002 kladné, viz Český statistický úřad: Vývoj obyvatelstva České republiky: Migrace. Dostupné na: <[http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/1D00355EAF/\\$File/400709a7.pdf](http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/1D00355EAF/$File/400709a7.pdf)>.

Dlouhodobé energetické zdroje

Energie jsou životním elixírem moderní společnosti, přičemž závislost západních zemí na dovozu hlavně ropy a plynu z geopoliticky nestabilních zemí blízkého a středního východu je velmi vysoká.

Zároveň se zdá, že doba levné ropy a plynu je již za námi. Dalším problémem trhu s energiemi je růst moci na straně nabídky. Roste koncentrace ropných rezerv v Perském zálivu (dle současných poznatků se tam nachází dvě třetiny světových zásob), roste závislost hlavních spotřebitelů a navíc roste také poptávka rozvojových zemí (Asie, např. Čína).

Tyto fakty a hlavně fakt, že zásoby ropy a plynu jsou vyčerpateľné, musí nutně vést k vývoji a využívání alternativních energií. Firmy zabývající se alternativní energií mají proto v budoucnu velký růstový potenciál.

12.2 Trendy v oblasti financí

V oblasti financí můžeme rozpoznat trendy, jako jsou restrukturalizace finančních institucí a snaha snižování nákladů, nestálost zákazníků, nové technologie, intelektualizace, finanční inovace, sekuritizace, liberalizace, integrace dohledu atd. V následujících odstavcích si uvedené trendy přiblížíme.

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

Cross selling (křížový prodej) – obchodní strategie sloužící k přesvědčení zákazníka koupit si s produktem, o který má zájem, také něco navíc. V oblasti financí se jedná o prodej finančních produktů různých institucí u jedné přepážky. Vzhledem k tomu, že prakticky všechny finanční instituce jsou součástí finančních skupin, nabízejí klientům i další produkty společností ze skupiny, např. na pobočce banky klientovi nabízí nejen účet, úvěr, kreditní kartu apod., ale také životní pojištění, penzijní připojištění, povinné ručení, stavební spoření či podílové fondy.

Z důvodu rostoucí konkurence a snižování nákladů pro klienty způsobené snahou udržet si je se finanční instituce snaží **snižovat náklady**. Nejvýznamnější položkou nákladů finančních institucí jsou náklady na distribuci. Dochází tedy k rozvoji přímých distribučních kanálů pomocí nových informačních technologií (viz níže). Automatizace umožní snižování počtu zaměstnanců. Další možností úspor v nákladech je již výše uvedená restrukturalizace finančních institucí.

Některé instituce jsou vytvářené jako nízkonákladové (př. mBank, dříve eBanka). Nízké náklady mohou udržet díky omezené produktové nabídce a nenáročné pobočkové síti, neboť drtivá většina komunikace s klienty probíhá přes internet či mobilní telefon. Tradičním finančním institucím tak konkurují především cenou. Dá se předpokládat, že i další instituce nabídnou levnější varianty finančních produktů (v současnosti již eKonto od Raiffeisenbank, Poštovní spořitelna, FIO,...)

Nové technologie – umožňují finančním institucím komunikovat s klienty nejen na pobočce, ale i jinými distribučními kanály, jako je mobilní telefon a internet (banky např. nabízí phonebanking, GSMbanking, homebanking či internetbanking – umožňují pohodlně získávat informace o svém účtu, provádění transakcí nebo získávání nových produktů, a to 24 hodin denně). Zatímco v roce 2000 probíhalo sedmdesát bankovních transakcí na pobočkách, v roce 2010 se očekává, že to bude jen třicet procent.

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. Projevuje se to především u pojišťoven (především povinné ručení) a u bank (přelévání peněz mezi spořicími či termínovými účty podle výše úroků).

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 – neustálé inovování (= 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 společnostem 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 (možnost zakládání pobočky v daných zemích nebo získání kontrolního podílu na vlastnictví domácí společnosti).

Integrace dohledu – v České republice došlo k 1. dubnu 2006 k integraci dohledu nad finančním trhem do jedné instituce – České národní banky (ČNB převzala agendu Komise pro cenné papíry, Úřadu pro dozor nad pojišťovnictvím a penzijním připojištěním MF a Úřadu pro dohled nad družstevními záložnami).

Česká národní banka tak v současnosti provádí dohled nad bankovním sektorem, kapitálovým trhem, pojišťovnictvím a penzijním připojištěním, družstevními záložnami, devizový dohled a dohled nad institucemi elektronických peněz. Stanovuje pravidla, která chrání stabilitu bankovního sektoru, kapitálového trhu, pojišťovnictví a penzijního připojištění. Systematicky reguluje, kontroluje, vyhodnocuje a popřípadě postihuje nedodržování stanovených pravidel.

12.3 Finanční krize

V posledním období se ve všech sdělovacích prostředcích velice často skloňuje pojem finanční krize. V současnosti se již nejedná o finanční krizi jako takovou (finanční instituce nemají problémy s likviditou apod.), ale spíše o celosvětovou hospodářskou krizi, která je považována za největší hospodářskou recesi od Velké hospodářské krize, která se nezapomenutelně projevila velkým propadem cen akcií na americké burze roku 1929. Přesto se vraťme na počátek této hospodářské krize a přibližme si příčiny a průběh finanční krize.

Kořeny finanční krize bychom měli hledat na **americkém hypotečním trhu**, a to již v 90. letech 20. století. V té době se americká vláda v rámci boje proti diskriminaci rozhodla zvýšit mimo jiné podíl vlastnického bydlení u minoritních skupin obyvatel. Zatímco v roce 1995 bylo vlastníkem domů či bytů 71 % bílých obyvatel USA, mezi africkými Američany vlastnilo nemovitost jen 43 % a mezi Latinoameričany 44 %. Podíl tzv. subprime hypoték čerpaných minoritními skupinami obyvatelstva vzrostl mezi roky 1999 a 2006 z 15 % na 27 %. V roce 2005 tak vlastnilo svůj dům 51 % domácností řadících se k americkým

menšinám, zatímco podíl vlastníků domů mezi majoritním obyvatelstvem vzrostl pouze o 4 procentní body na 75 %.²¹⁸

Tento plán americké vlády jistě nelze považovat za špatný a jak vyplývá z předchozích dat, neminul se účinkem. Prvotní problém je spatřován v **rizikových hypotékách**, které poskytovaly banky z důvodu zachování podílu na trhu. Objevily se tak hypotéky, k jejichž sjednání žadatel nepotřeboval ani potvrzení o příjmu²¹⁹, hypotéky na 100 i více procent hodnoty zastavené nemovitosti či hypotéky, u nichž klient platil pouze úroky, aniž by splácel jistinu. V tento moment můžeme část viny za rozpoutání finanční krize přičíst **nedůslednému americkému regulačnímu systému**, který je roztržěn mezi několik institucí, z nichž každá dohlíží pouze na specifický segment.

Hypoteční úvěry byly lehce dostupné. Poptávka po nich byla podpořena i velice nízkými úrokovými sazbami. Aby americká centrální banka Fed zabránila recesi, snížila úrokovou sazbu až na 1 % a nechala ji tak celých 12 měsíců. Kvůli dostupnosti úvěrů rostla samozřejmě **zadluženost** domácností. Hypotéky však nebyly jedinou příčinou růstu zadlužení. Nesmíme zapomenout na kreditní karty a spotřebitelské úvěry. Téměř dvě třetiny všech kreditních karet má zápornou bilanci a jejich držitelé na ně každý měsíc posílají pouze splátky. Průměrný druh tak na jednoho držitele kreditních karet činil ke konci roku 2005 téměř 5 000 amerických dolarů a celková pasivní bilance kreditních karet dosahovala částky 838 miliard dolarů. Co se týká spotřebitelských úvěrů, mezi nejvýznamnější oblasti patří půjčky na koupi automobilu a studentské půjčky. Navíc rodiny s nízkými příjmy podlely dalším úvěrům, jako jsou např. půjčky na řidičské oprávnění či půjčky do výplaty.

Vraťme se však zpátky k hypotékám. Domácnosti již nepoužívaly hypoteční úvěry pouze na koupi nemovitosti, ale stále častěji se jimi snažily pokrýt své spotřebitelské výdaje a splácet dluhy na kreditních kartách. V roce 2005 tak celková úroveň hypotečního dluhu činila 8,66 bilionu amerických dolarů, tedy celých 69,4 procenta amerického HDP.²²⁰

Je zcela logické, že čím byly hypoteční úvěry dostupnější, tím rostla poptávka po nemovitostech a v důsledku toho stoupaly ceny nemovitostí. Aby se banky udržely na rostoucím trhu s nemovitostmi, musely si zajistit dostatek likvidity. Jednou z možností bylo „zabalení“ hypoték do **strukturovaných produktů** (derivátů) a jejich prodej na sekundárním trhu. Zde můžeme identifikovat další instituce, které přispěly ke vzniku finanční krize – **ratingové agentury**. Úkolem ratingových agentur je určit riziko produktů nabízených na finančním trhu. V případě derivátů vytvořených z nekvalitních hypoték bylo ocenění neobjektivní – tyto produkty dostaly vysoký rating, na jehož základě je kupovali investoři na celém světě. Hypoteční banky tak získali potřebnou likviditu k poskytování dalších hypoték a investoři vidinu možnosti podílet se na rostoucím hypotečním trhu.²²¹

Bylo jasné, že nízké úrokové sazby nevydrží navždy. Poté co došlo k jejich růstu, opadl zájem o hypotéky, takže ceny nemovitostí začaly klesat. Začala tedy mizet bublina vytvořená na trhu s nemovitostmi. Navíc **růst úrokových sazeb** (během dvou let z jednoho na více než pět procent) způsobil, že lidé nebyli ve větším měřítku schopni splácet nebo ani splácet nechtěli, neboť výše hypotéky byla vyšší než hodnota nemovitosti. Banky tak byly přinuceny realizovat zástavy, ty však nepokryly dlužnou částku. Zde mluvíme o hypoteční krizi.

²¹⁸ 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/>>.

²¹⁹ Až 40 % hypotečních úvěrů bylo poskytnuto bez potvrzení o příjmu.

²²⁰ FOSTER, J. B.; MAGDOFF, F.; BAROŠ, R. *Velká finanční krize: příčiny a následky*. 1. české vyd. Všeň : Grimmus, 2009, s. 33 – 35.

²²¹ ZÁMEČNÍK, P. Kořeny hypoteční a realitní krize: *Hypindex* [online]. 9. 3. 2009. Dostupné na: <<http://www.hypindex.cz/clanky/koreny-hypotecni-a-realitni-krize-nezodpovednost/>>.

A prostřednictvím derivátů se tyto problémy přenesly i do dalších oblastí finančního trhu. Jakmile si totiž jejich držitelé uvědomili, jaké úvěry se v derivátech skrývají, chtěli je prodat. Na trhu se objevilo mnoho prodávajících a žádný kupující, což vyústilo ve strmý pád cen. 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. Ačkoliv centrální banky pumpovaly na trh stovky miliard dolarů, eur a liber, finanční instituce si navzájem nedůvěřovaly a bály se půjčovat si nejen mezi sebou, ale také svým klientům. A pokud poskytovaly úvěry, tak pouze s vysokými úroky.²²² V tento moment můžeme skutečně mluvit o finanční krizi.²²³

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. Uveďme si alespoň ty nejvýznamnější: Investiční banka *Bear Stearns* byla prvním velkým finančním ústavem, který zničila krize na úvěrových trzích a který měl potíže o poloviny roku 2007. Koupila ji JPMorgan Chase & Co. Přesně na 15. 9. 2008 připadá pád bank *Lehman Brothers* a *Merrill Lynch*. Zatímco *Merrill Lynch* byla převzata druhou největší americkou bankou *Bank of America*, úpadek investiční banky *Lehman Brothers* znamenal konec této instituce. Krach investiční banky s téměř 160letou historií způsobil pád akciových trhů po celém světě a silně otrásl důvěrou ve stabilitu dalších finančních institucí. Zkrachovaly však nejen investiční banky. V červnu 2008 zkrachovala hypoteční banka *IndyMac*. O největší krach v historii bankovního sektoru se zasloužila největší americká spořitelna *Washington Mutual*. Již delší dobu byla v potížích také americká pojišťovna *AIG*, protože vykazovala tři čtvrtletí po sobě ztrátu. Protože tuto instituci můžeme označit za „too big to fail“ (moc velká než aby mohla padnout), americká centrální banka *Fed* jí výměnou za 79,9 % akcií půjčila 85 miliard dolarů.²²⁴

²²² Finez: Investiční výhled Finez Investment Management – listopad 2008 [online]. Dostupné na: <<http://www.finez.cz/odborne-clanky/detail/investicni-vyhled-finez-investment-management-listopad-2008/>>.

²²³ Českou republiku finanční krize v podstatě přímo nezasáhla. České finanční instituce nedržely zmíněné deriváty a neměly problémy ani s likviditou. Protože je však Česká republika otevřená ekonomika, zasáhla ji až následná celosvětová hospodářská krize.

²²⁴ POLOLÁNÍK, L. Finanční krize – jak to začalo. *Finance.cz* [online]. Dostupné na: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/195113-financni-krize-jak-to-zacalo/>>.

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 chytře 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] MEJSTRÍK, 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 bankovníctví*. 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. *Bankovníctví*. Praha : C.H. Beck, 2006. 716 s. ISBN 80-7179-462-7.
- [25] PROCHÁZKA, P. *Mezinárodní bankovníctví*. Praha : Bankovní institut, 1996. 347 s. ISBN 80-902243-0-X.
- [26] REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 2. rozš. vyd. Praha : Management Press, 2001. 782 s. ISBN 80-7261-051-1.
- [27] REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha : Management Press, 1996. 613 s. ISBN 80-8594-306-9.
- [28] REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 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] SYROVÝ, P.; NOVOTNÝ, M. *Osobní a rodinné finance*. Praha : Grada Publishing, 2003. 172 s. ISBN 80-247-0478-1.
- [32] ŠELEŠOVSKÝ, J. *Veřejné finance v ČR a EU*. Brno : Masarykova univerzita, 2005. 170 s. ISBN 80-210-3410-6.
- [33] ŠEVČÍK, A.; FUCHS, D.; GABRIEL, M. *Finanční trhy*. Brno : Masarykova univerzita, 2001. 149 s. ISBN 80-210-2696-0.
- [34] VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd., Praha : Ekopress, 1999. ISBN 80-86119-21-1.
- [35] VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI, 2007. 704 s. ISBN 978-80-7357-297-6.

Články

- [36] POLOLÁNÍK, L. Finanční krize – jak to začalo. *Finance.cz* [online], 14. 10. 2008. Dostupné na: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/195113-financni-krize-jak-to-zacalo/>>.
- [37] SPONER, M. Evropská měnová integrace. Finanční aspekty hospodářství. In *Sborník ESF MU*, Brno, 1998.
- [38] SPONER, M. Měnová politika a měnový vývoj v období transformace československé, resp. české ekonomiky (1990 – 1995). In *Sborník ESF MU*, Brno. 1996.
- [39] 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.

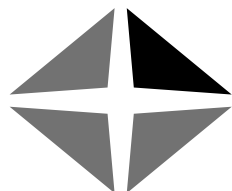
- [40] ZÁMEČNÍK, P. Kořeny hypoteční a realitní krize: Nezodpovědnost. *Hypindex* [online]. 9. 3. 2009. Dostupné na: <<http://www.hypindex.cz/clanky/koreny-hypotecni-a-realitni-krize-nezodpovednost/>>.
- [41] Investiční výhled Finez Investment Management – listopad 2008. *Finez* [online], [cit. 19. 9. 2009]. Dostupné na: <<http://www.finez.cz/odborne-clanky/detail/investicni-vyhled-finez-investment-management-listopad-2008/>>.
- [42] CzechKid: Globalizace [online], [cit. 19. 9. 2009]. Dostupné na: <<http://www.czechkid.cz/si1050.html>>.

Další internetové zdroje:

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

Zákony

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



PATRIA PLUS

MASARYKOVA UNIVERZITA
EKONOMICKO-SPRÁVNÍ FAKULTA

Základy financí

Doc. Ing. Martin Svoboda, Ph.D., a kolektiv

Vydala Masarykova univerzita roku 2009

1. vydání, 2009, náklad 1000 výtisků

Tisk:

Václav Klemm, Turgeněvova 12, 618 00 Brno

Pořadové číslo 4844/ESF-2/09-17/99

ISBN 978-80-210-4976-5