

Univerzita Karlova v Praze

Právnická fakulta

Jan Mrázek

NÁSTROJE INVESTOVÁNÍ

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Jan Pokorný

Katedra:

Katedra národního hospodářství

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu):

prosinec 2014

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracoval samostatně, všechny použité prameny a literatura byly řádně citovány a práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 15. prosince 2014

.....

Jan Mrázek

Poděkování:

Rád bych zde poděkoval vedoucímu své diplomové práce Ing. Janu Pokornému za jeho konstruktivní kritiku, profesionální přístup a přínosné rady, bez kterých by tato práce nikdy nevznikla.

Taktéž bych rád poděkoval své rodině a přátelům za jejich podporu a trpělivost během celého mého studia.

Obsah

Úvod	1
1. Nástroje investování a jejich trhy	4
1.1 Nástroje investování obecně	4
1.2 Klíčové vlastnosti nástrojů investování pro investora	7
1.3 Motivy investování	10
1.4 Kategorizace nástrojů investování	14
1.4.1 Klasické nástroje investování	14
1.4.2 Termínové derivátové nástroje	15
1.4.3 Cenné papíry fondů kolektivního investování	17
1.4.4 Strukturované produkty	18
1.5 Finanční trh	19
1.5.1 Finanční trh obecně	19
1.5.2 Struktura finančního trhu	21
1.5.3 Segmenty finančního trhu	23
2. Nástroje investování jako alternativa ke spořicími produktům	26
2.1 Drobný investor	27
2.2 Spoření a spořicí produkty	29
2.2.1 Spořicí účty a termínované vklady	30
2.2.2 Stavební spoření	32
2.2.3 Doplnkové penzijní spoření	34
2.2.4 Další spořicí produkty	37
2.3 Vhodné nástroje investování	38
2.3.1 Akcie	38
2.3.2 Dluhopisy	46
2.3.3 Zlato	50
2.4 Investiční strategie a modelové portfolio	51
2.4.1 Vhodná investiční strategie	51
2.4.2 Příklady portfolií pro různé fáze investiční strategie	57
Závěr	63
Seznam tabulek a grafů	65
Seznam použité literatury a pramenů	66
Přílohy	70
Summary	74
Klíčová slova	75

Úvod

Všude tam, kde příjem domácnosti či jednotlivce převyšuje jejich aktuální spotřebu, vyvstává otázka, jak vhodně uložit přebytečné peníze tak, aby neztrácely hodnotu, či ještě lépe, aby hodnotu nabývaly. Zřejmě nejčastěji využívaným řešením je přebytečné peníze uložit na běžný či na spořicí účet některé obchodní banky. Avšak toto řešení nesplňuje ani základní požadavky na uchování hodnoty peněz – za prvé je úročení účtu často tak nízké, že uložené prostředky neochrání ani před inflací, za druhé dodatečné poplatky, které si banky účtují za své služby, dále z uložených prostředků ukrajují. Je tedy možné přebytečné prostředky skutečně ochránit před tím, aby se postupně znehodnocovaly?

Možné to skutečně je. Jedním ze způsobů, jak toho dosáhnout, je prostředky investovat. Zde však vyvstává jiný problém: jakou investici tedy zvolit? Značná komplexnost a uzavřenost světa investic může z části vysvětlit, proč jsou bankovní produkty, i přes svou nevýhodnost, řešením pro mnoho domácností. Nástroje investování – produkty, skrz které je možné investici realizovat – jsou často komplikované a pro jejich správné zhodnocení je třeba vzít v úvahu mnoho proměnných. Často do hry také vstupuje informační asymetrie mezi tím, kdo má investovat a tím, kdo investici realizuje či obhospodařuje. To vše tak přispívá k, mnohdy zbytečným a nezaslouženým, předsudkům vůči nástrojům investování a investicím jako takovým. Jako příklad nezasloužené špatné pověsti světa investic může sloužit téměř pejorativní význam slov „spekulace“ a „spekulant“.

Pro racionálně uvažujícího člověka však není možné se před investováním zcela uzavřít. Nástroje investování mají v dnešním světě obrovský význam a zejména díky takzvanému „finančnímu inženýrství“ prodělaly v posledních několika dekadách prudký vývoj. A byť by se často mohl zdát opak, tyto nástroje byly tvořeny za účelem služby lidem. Smyslem jejich existence je zhodnocovat vložené prostředky či snižovat riziko plynoucí z jiných aktivit toho, kdo nástroj využívá. Nástroje investování mají tedy co nabídnout prakticky každému, téměř bez ohledu na to, jak velkými prostředky k investování momentálně disponuje. Řešením tedy je se ve věcech investování

vzdělávat, nástrojům investování porozumět a rozptýlit tak zbytečný, iracionální strach z nich.

Pokud se střadatel rozhodne uložit své přebytečné prostředky do některého z produktů nabízených na trhu, vyvstává otázka, do kterého? V současnosti se nabízí velké množství nástrojů investování a spořicíh produktů. Zhodnotit různé aspekty nejen nabízeného produktu samotného, ale i svého vlastního života a svých očekávání, se v takovém případě stává zásadní otázkou. V současné době jsou v České republice mezi běžnou veřejností nejpopulárnější různé spořicí produkty. Hlavním cílem této práce by mělo být analyzování přínosů a úskalí nástrojů investování a zhodnocení, zda nástroje investování mohou představovat vhodnou alternativu ke spořicíh produktům.

V první kapitole budou představeny nástroje investování obecně. Bude zde vysvětlena podstata nástrojů investování, jejich funkce a účel a jejich rozdělení. Budou zde popsány základní vlastnosti všech nástrojů investování, jako jsou výnosnost, rizikovitost a likvidita. Dále zde budou představeni aktéři, kteří se účastní obchodování s nástroji investování a budou vysvětleny motivy, které je k účasti na finančních trzích vedou. Následně budou vymezeny základní kategorie nástrojů investování podle toho, zda patří mezi „klasické“ nebo takzvaně „moderní“ instrumenty. Závěr této kapitoly bude věnován popisu a zařazení jednotlivých segmentů finančního trhu, na kterých se obchodují jednotlivé nástroje investování a budou zdůrazněny funkce, odlišnosti a specifika těchto trhů.

Druhá kapitola bude věnována vybraným nástrojům investování a spořicíh produktům. Bude představena jejich konstrukce a jejich právní regulace a také zde bude představen modelový drobný investor. Popsané nástroje a produkty budou následně analyzovány z hlediska vhodnosti pro drobného investora a z hlediska jejich historické výkonnosti. Na závěr této kapitoly bude formulována konkrétní investiční strategie vhodná pro modelového investora a budou vytvořena portfolia nástrojů investování, odpovídající jednotlivým fázím této strategie.

Závěr této práce by měl shrnout problematiku investování obecně a zdůraznit základní parametry nástrojů investování, které jsou klíčové pro každé investiční rozhodnutí. Práce by také měla poskytnout odpověď na otázku, zda je pro drobného

neprofesionálního investora vhodné nahradit bankovní spořicí produkty vybranými nástroji investování.

První kapitola práce bude založena na studiu odborné teoretické literatury, zabývající se nástroji investování, investováním a finančními trhy obecně. Metodou k jejímu vypracování tedy bude deskripce. Kapitola druhá bude založena na agregaci a analýze historických dat a následné komparaci zjištěných výsledků.

Diplomová práce je dokončena k právnímu stavu kde dni 1. prosince 2014.

1. Nástroje investování a jejich trhy

1.1 Nástroje investování obecně

Nástroje investování (často také nazývané investiční nástroje nebo investiční instrumenty, jedná se o synonyma) lze jednoduše vymezit jako aktiva, která investorovi přináší nějaký nárok na příjem v budoucnosti.¹ Jinými slovy, nástroje investování jsou právním dokladem o tom, že jejich majitel v minulosti vynaložil určité finanční prostředky, které umístil na finančním trhu a že právní důsledky tohoto minulého jednání stále trvají. Jednotlivé druhy nástrojů investování pak dokládají charakter těchto minulých transakcí a práva, kterými jejich současní vlastníci disponují.²

Problematiku nástrojů investování v českém právním řádu upravuje zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Ten však vymezuje investiční nástroje pouze taxativním výčtem (v §3 odstavci 1.), obecná definice tohoto pojmu v českém právním řádu chybí. Hovoříme-li tedy o investičních nástrojích ve smyslu tohoto zákona, pak se jimi rozumí následující instrumenty:

- a) Investiční cenné papíry (k nim blíže viz níže).
- b) Cenné papíry kolektivního investování (zejména akcie investičního fondu a podílové listy).
- c) Nástroje peněžního trhu.
- d) Opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke kurzu nebo hodnotě cenných papírů, měnovým kurzům, úrokové míře nebo úrokovému výnosu jakož i jiným derivátům, finančním indexům či finančním kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, a ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo na dodání majetkové hodnoty, k níž se jejich hodnota vztahuje. Jde tedy o derivátové nástroje emitované na některé ze zmíněných finančních podkladových aktiv.
- e) Nástroje umožňující přenos úvěrového rizika.
- f) Finanční rozdílové smlouvy.

¹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a akt. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9, str. 24.

² RAJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3. rozš. vyd. Ostrava : KEY Publishing s.r.o., 2011. ISBN 978-80-7418-128-3, str. 200.

- g) Opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo alespoň jedné strany zvolit, zda si přeje vypořádání v penězích, není-li využití tohoto práva odvislé od platební neschopnosti nebo jiné obdobné nemožnosti plnění. Zde se tedy jedná o derivátové nástroje emitované buď na reálné komodity, nebo emitované jako pojišťovací nástroje proti úpadku.
- h) Opce, futures, swapy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na dodání této komodity, a se kterými se obchoduje na evropském regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému provozovaném osobou se sídlem v členském státě Evropské unie. Jde tedy o standardizované termínové kontrakty na dodání určité komodity, obchodované na organizovaném trhu.
- i) Opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na dodání této komodity, které nejsou uvedené v písmenu h), nejsou určené pro obchodní účely a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím vypořádacího systému nebo je jejich součástí dohoda o výzvě k doplnění zajištění. Zde jde zejména o derivátové nástroje podobné těm v písmenu h), avšak nestandardizované a běžně neobchodované na organizovaných trzích.
- j) Opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke klimatickým ukazatelům, přepravním tarifům, emisním povolenkám nebo míře inflace a dalším ekonomickým ukazatelům uveřejněným na úseku oficiální statistiky, a z nichž vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo alespoň jedné strany zvolit, zda si přeje vypořádání v penězích, není-li využití tohoto práva odvislé od platební neschopnosti nebo jiné obdobné nemožnosti plnění. V tomto písmenu jsou zmíněny tzv. „exotické deriváty“, které jsou produktem moderního finančního inženýrství a které zažívají rozmach zejména v posledních letech.
- k) Nástroje, jejichž hodnota se vztahuje k majetkovým hodnotám, právům, závazkům, indexům nebo kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, které nejsou uvedené v písmenu j) a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů;

zejména jde o ty, které jsou obchodovány na evropském regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému provozovaném osobou se sídlem v členském státě Evropské unie, jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím vypořádacího systému nebo je jejich součástí dohoda o výzvě k doplnění zajištění.³

Z tohoto seznamu je zřejmá jistá těžkopádnost zvolené metody definování investičních nástrojů. Neexistence obecné definice nutí zákonodárce doplňovat §3 tohoto zákona tak, jak finanční inženýrství přichází s novými produkty (zejména v oblasti derivátů). Přesné obecné vymezení konkrétního nástroje se pak může samo o sobě ukázat jako relativně obtížné.

§3 odstavec 1., písmeno a) zákona o podnikání na kapitálových trzích hovoří o „investičních cenných papírech“. Které z cenných papírů jsou „investiční“ vymezuje hned následující odstavec stejného paragrafu tohoto zákona, avšak pro obecnou definici cenného papíru musíme do zákona č. 89/2012 Sb., občanského zákoníku. Ten v §514 stanoví, že *„cenný papír je listina, se kterou je právo spojeno takovým způsobem, že je po vydání cenného papíru nelze bez této listiny uplatnit ani převést“*. Rekodifikace soukromého práva však přinesla změnu i do práva cenných papírů a tak v současné době český právní řád zná dva druhy cenných papírů: „cenný papír“ (vymezený v §514 citovaném výše) a „zaknihovaný cenný papír“ (vymezený v §525, který zní *„Je-li cenný papír nahrazen zápisem do příslušné evidence a nelze-li jej převést jinak než změnou zápisu v této evidenci, jedná se o zaknihovaný cenný papír. Zaknihované cenné papíry jsou zastupitelné, pokud byly vydány tímž emitentem a pokud z nich vznikají stejná práva.“*)⁴. Vzhledem k tomu, že v současnosti značná část cenných papírů existuje již pouze v elektronické podobě (jako zápis v příslušné evidenci), je zřejmé, že pro potřeby zákona o podnikání na kapitálových trzích a zejména pro jeho ustanovení o investičních cenných papírech se rozumí „cenným papírem“ oba jeho možné druhy podle občanského zákoníku.

³ Česko. Zákon č. 256 ze dne 14. dubna 2004 o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In *Sbírka zákonů, Česká republika*. 2004, částka 84, str. 5442 – 5508. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=4388>>. ISSN 1211-1244

⁴ Česko. Zákon č. 89 ze dne 3. února 2012, občanský zákoník. In *Sbírka zákonů, Česká republika*. 2012, částka 33, str. 1026 – 1365. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=6144>>. ISSN 1211 – 1244

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu definuje investiční cenné papíry v §3 odstavci 2., a to jako ty cenné papíry, které jsou obchodované na kapitálovém trhu. Následuje pak jejich demonstrativní (na demonstrativnost ukazuje použití částice „zejména“) výčet:

- a) Akcie nebo obdobné cenné papíry představující podíl na společnosti nebo jiné právnické osobě.
- b) Dluhopisy nebo obdobné cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky.
- c) Cenné papíry nahrazující cenné papíry uvedené v písmenech a) a b). Jsou jimi třeba poukázka na akcie či zatímní list.
- d) Cenné papíry opravňující k nabytí nebo zcizení investičních cenných papírů uvedených v písmenech a) a b).
- e) Cenné papíry, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota je určena hodnotou investičních cenných papírů, měnových kurzů, úrokových sazeb, úrokových výnosů, komodit nebo finančních indexů či jiných kvantitativně vyjádřených ukazatelů.⁵

1.2 Klíčové vlastnosti nástrojů investování pro investora

Poptávka každého racionálního investora po nástrojích investování je determinována třemi obecnými kritérii – výnosností, rizikovostí a likvidností. Tato kritéria jsou vlastní každému nástroji a jejich zvážení je klíčové pro každé investiční rozhodnutí. Vedle těchto obecných kritérií investičního rozhodování jsou důležitá i další kritéria (jako například věk, tradice dané kultury, averze vůči riziku či psychologické aspekty), která jsou však specifická a jedinečná pro každého investora. Obecná kritéria, společná všem investorům a mající původ v nástroji samém, jsou tedy pro investiční rozhodování stěžejní.

„Současné posuzování a vyhodnocování výnosu, rizika a likvidity představuje pro každého investora praktickou aplikaci jeho obecného kriteriálního systému, jež je nezbytnou součástí procesu rozhodování a výběru investice, která teprve bude

⁵ Česko. Zákon č. 256 ze dne 14. dubna 2004 o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In *Sbírka zákonů, Česká republika*. 2004, částka 84, str. 5442 – 5508. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=4388>>. ISSN 1211-1244

realizována, nebo naopak procesu hodnocení již realizované investice.“⁶ Racionálně se rozhodující investor se snaží maximalizovat výnos své investice za současné minimalizace rizika a maximalizace likvidity. Mezi těmito kritérii však existují pevné vazby: mezi výnosností a rizikovostí je vztah přímé úměry (čím vyšší výnos, tím vyšší je zpravidla i riziko), mezi výnosností a likvidností je vztah nepřímé úměry (zpravidla čím je aktivum likvidnější, tím méně je výnosné) a mezi rizikovostí a likvidností je taktéž vztah nepřímé úměry (likvidnější aktiva bývají zpravidla i méně riziková). Z toho vyplývá, že těmito třemi kritérii existuje tzv. „tradeoff“⁷ – tedy situace, kdy zlepšení jednoho kritéria přichází pouze za cenu zhoršení jiného, změna jednoho kritéria je možná „výměnou“ za změnu jiného. Tato situace se také často nazývá investorský trojúhelník, ve kterém nelze dosáhnout všech třech vrcholů najednou. Aby tedy investor maximalizoval například svůj výnos, musí se vzdát současné maximalizace likvidity či minimalizace rizika. To však neznamená, že by se tato ostatní kritéria pro něj najednou stávala irelevantní. Tato kritéria stále vstupují do rozhodovacího procesu a slouží pro zhodnocení několika investičních variant a pro výběr z nich – v praxi tak investor často hledá variantu s maximálním výnosem při konkrétní úrovni rizika a likvidity, či variantu s minimálním rizikem při konkrétní úrovni výnosu a likvidity. Celá problematika rozhodování mezi úrovněmi výnosnosti, rizikovosti a likvidity tak nabývá charakteru optimalizace.⁸

Výnosnost

Obecně lze říci, že výnosnost je schopnost aktiva přinést svému majiteli určitý výnos. Ten lze chápat jako součet všech příjmů z aktiva – v tomto případě nástroje investování – plynoucích investorovi po celou dobu vlastnictví tohoto aktiva. Jde o odměnu investorovi za podstoupené riziko ve formě zhodnocení vložených finančních prostředků. Ta může mít dvě složky: důchod plynoucí z daného instrumentu po dobu jeho vlastnictví (například ve formě dividendy, kupónové platby či úroku) a kapitálový zisk, popřípadě ztrátu (vzniklé v důsledku rozdílných kurzů při nákupu a při prodeji).

⁶ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a akt. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9, str. 641.

⁷ Z anglického „to trade off“ – vyměnit.

⁸ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a akt. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9, str. 641 – 642.

Výnosnost se zpravidla vyjadřuje pomocí výnosové míry, kdy výnos je vyjádřen v procentech v poměru ke kupní ceně nástroje.⁹

Rizikovost

Vlastnictví každého nástroje investování přináší investorovi určité riziko. Riziko lze chápat jako nebezpečí, že skutečná budoucí výnosová míra bude odlišná od výnosové míry očekávané nebo předpokládané a to zpravidla horší (lze však uvažovat i „riziko“ lepšího než očekávaného výnosu). Celkové riziko instrumentu se měří pomocí statistických ukazatelů, nejčastěji pomocí směrodatné odchylky a rozptylu. Celkové riziko lze však dále rozdělit na systematické (neboli tržní) a nesystematické (neboli jedinečné). Systematické riziko je riziko plynoucí z konkrétního ekonomického systému – trhu. Jeho zdrojem jsou faktory, které působí na všechny instrumenty obchodované na daném trhu, byť s rozdílnou intenzitou (mohou jimi být politické a ekonomické faktory, inflace, pohyb úrokových měr atd.). Investor, který není schopen rozprostřít své finanční prostředky na více trhů současně a je tak pevně svázán pouze s jedním ekonomickým systémem, je nucen systematické riziko nést a zohlednit ho při svých investičních rozhodnutích. Míra systematického rizika je zpravidla vyjadřována pomocí tzv. „beta faktoru“, který měří citlivost výnosové míry konkrétního instrumentu na pohyb tržní výnosové míry. Zjednodušeně řečeno lze říci, že beta koeficient vyjadřuje, jakým směrem a jak silně se bude pohybovat kurz konkrétního instrumentu v závislosti na pohybech celého trhu. Výnosová míra instrumentu s koeficientem 1 vzroste při růstu tržní výnosové míry o 1% taktéž o 1%, výnosová míra instrumentu s koeficientem -1 naopak při stejném pohybu tržní výnosové míry o 1% poklesne.

Nesystematické riziko instrumentu je spojeno s instrumentem samotným a s jeho emitentem, nikoliv s trhem, na kterém je obchodován, a je unikátní pro každý instrument. Jedinečné riziko je souhrnem faktorů, jako jsou podnikatelské riziko emitenta, finanční riziko emitenta či riziko nelikvidity daného instrumentu (jednoduše řečeno, instrument, který nikdo nechce koupit, je v danou chvíli zcela bezcenný). Tento druh rizika však investor může snižovat diverzifikací a tedy tvorbou vhodného portfolia. Celkové jedinečné riziko portfolia je sníženo tehdy, jsou-li do něj zařazeny nástroje, které mají buď negativně, neutrálně nebo jen velmi slabě pozitivně korelovaný

⁹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a akt. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9, str. 642 – 646.

vzájemný vývoj výnosových měr. Naopak v případě zařazení instrumentů se silně pozitivně korelovanými výnosovými měrami ke snížení nesystematického rizika celého portfolia vůbec nedochází. Vzhledem k tomu, že je investor schopen tento typ rizika vlastním rozhodnutím ovlivnit, by za něj neměl být odměňován.¹⁰

Likvidita

Jde o schopnost aktiva přeměnit se na hotovost. Vysoce likvidní nástroje je možno přeměnit na hotovost v řádu minut a to s minimálními transakčními náklady. Likvidita instrumentu je ovlivňována několika faktory. Zejména jsou to druh a charakteristika konkrétního nástroje a charakteristika konkrétního trhu, na kterém je nástroj běžně obchodován. Za nejlíkvidnější aktiva lze považovat samotnou hotovost (jejíž likvidita je absolutní), devizy a dále pak pokladniční poukázky a státní dluhopisy. Různé druhy derivátů se zpravidla také vyznačují vysokou likviditou. Z akcií jsou nejlíkvidnější ty kmenové (se všemi standardními právy) tzv. blue chip společností s nižšími nominálními hodnotami. Trh, o kterém lze mluvit jako o „dostatečně“ likvidním, by měl být široký, robustní a s velkým počtem účastníků, kteří uzavírají obchody ve velkém objemu. Tento trh by měl fungovat v režimu kontinuálního obchodování s pravidelným promítáním kurzotvorných informací do cen nástrojů a obchodování na něm by mělo být spojeno jen se zanedbatelnými transakčními náklady.¹¹

1.3 Motivy investování

Pro nákupní rozhodnutí při investičním procesu je důležité, jakou motivaci investor pro svou investici má. Tato motivace předurčuje optimální úroveň výnosnosti, rizikovosti a likvidity, strukturu portfolia, druhy nástrojů investování i na kterých trzích budou umístěny investovány finanční prostředky. Teorie zná v podstatě tři základní motivy investování, které se vzájemně značně odlišují: spekulace, arbitráž a jištění (tzv. „hedging“¹²).

¹⁰ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a akt. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9, str. 647 – 664.

¹¹ Tamtéž, str. 665 – 666.

¹² Z anglického „to hedge“ – zajistit se.

Spekulace

Tento motiv investování je založen na sledování o predikce budoucího vývoje trhu. Spekulant se nesnaží vydělat na základě aktuální úrovně cen, nýbrž na základě předvídání cen budoucích. Předpovídá-li tedy růst cen v budoucnosti, bude nakupovat dané nástroje investování v současnosti. Taktéž předvídá-li pokles cen v budoucnosti, bude v současnosti své nástroje prodávat (či bude obchodovat takzvaně „na krátko“, což mu umožní vydělat i na nepříznivém vývoji trhu). Značný časový nesoulad mezi nákupem a prodejem vede spekulanty k současným operacím na promptních i termínových trzích, což jim umožňuje zvýšit své zajištěné výnosy a efektivně řídit riziko plynoucí z otevřených pozic.

Spekulaci lze také definovat jako „*přijetí značného obchodního rizika za účelem získání souměřitelného zisku*“¹³. Získáním souměřitelného zisku je míněn budoucí zisk vyšší než je zisk z bezrizikového obchodu (jde tedy o zisk srovnatelného bezrizikového obchodu zvýšený o prémii za riziko). V případě, že by byl očekávaný budoucí zisk výrazně nižší než podstupované riziko, jednalo by se o hazard a nikoliv již o spekulaci. Hazard je sázkou s nejistým výsledkem. Základním rozdílem mezi hazardováním a spekulováním je tak podmínka souměřitelnosti očekávaného budoucího zisku a podstupovaného rizika.

Vezmeme-li v úvahu délku investičního horizontu, lze odlišit slova „investor“ a „spekulant“. Oba druhy účastníků trhu nakupují nástroje investování v očekávání změny jejich budoucí hodnoty, avšak zatímco spekulant operuje jen v krátkém nebo velmi krátkém horizontu, investor své prostředky umisťuje na trh s úmyslem držet pořízená aktiva po delší dobu (často i několik let). Zatímco spekulanti realizují výnos na základě drobných fluktuací v rámci dní (nebo i hodin či minut) a obchodují ve velkých objemech, investoři spoléhají na dlouhodobý setrvalý vývoj vnitřní hodnoty, jsou více svázáni s konkrétními tituly (tak, aby zapadaly do jejich investičních portfolií) a celkový obrat jejich obchodů je nižší. U investorů se prakticky nikdy nevyskytuje obchodování „na krátko“ (spekulace na pokles kurzu), naopak u spekulantů je tento druh obchodování běžný. V tomto ohledu se pojem „spekulant“ blíží svému hovorovému významu.

¹³ PAVLÁT, Vladislav. *Globální finanční trhy*. 1. vyd. Praha : Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2013. ISBN 978-80-7408-076-0, str. 55.

Přestože má slovo „spekulace“ v českém prostředí značně negativní konotace, jde o činnost veskrze pozitivní a pro řádné efektivní fungování finančních trhů zcela nezbytnou. Vedlejším důsledkem aktivit spekulantů je totiž udržování likvidity trhu. Při neexistenci subjektů, kdykoliv ochotných na sebe převzít riziko, by došlo k postupnému zamrznutí celého trhu a ztráty jeho schopnosti plnit své funkce v ekonomice. Důsledky ztráty likvidity trhu je možné dobře pozorovat při vzniku rozsáhlých poruch trhu spojených se silně negativním sentimentem jeho účastníků – v situaci, kdy všechny subjekty chtějí prodávat, avšak žádný není ochoten nakupovat, ztrácejí držené nástroje investování pro danou chvíli prakticky veškerou svou hodnotu, což vede k rozsáhlým ztrátám. Druhým důležitým efektem působení spekulantů na trhu je vytváření podmínek umožňujících působení subjektů hledající na trhu jištění před rizikem. Subjekty hledající jištění se snaží kompenzovat rizika plynoucí ze svých otevřených pozic. Hledají proto subjekty, které jsou ochotné za určitou odměnu toto riziko na sebe dobrovolně převzít. Těmito subjekty jsou právě spekulanti.¹⁴

Arbitráž

Arbitráž je činnost, při níž se investor snaží využít cenové anomálie ve svůj prospěch a realizovat tak zisk z bezrizikového obchodu. Zákon jedné ceny říká, že totožné aktivum by mělo mít na všech trzích (zde jsou míněny trhy stejného aktiva, odlišené geograficky) stejnou cenu, přičemž se předpokládá, že transakční náklady jsou nulové. V případě, že tomu tak není, naskytuje se příležitost pro realizaci bezrizikového arbitrážního zisku prostým nákupem na trhu s nižší cenou a prodejem na trhu s vyšší cenou. Touto operací dochází ke změnám nabídky a poptávky na obou trzích a cena daného aktiva na obou trzích by se měla vyrovnat. Skrz tento mechanismus arbitráž přispívá k efektivitě finančních trhů a zajišťuje, že ceny všech nástrojů investování na nich obchodovaných se budou vyvíjet směrem k rovnovážné ceně. V praxi však ceny totožného aktiva nejsou zcela identické, neboť transakční náklady nejsou nulové. Výše transakčních nákladů mezi dvěma konkrétními trhy určuje, o kolik se ceny konkrétního nástroje mohou lišit tak, aby stále byla splněna podmínka zákona jedné ceny a tedy bez toho, aby vznikla arbitrážní příležitost. Tyto transakční náklady vytvářejí „arbitrážní pásmo“ okolo rovnovážné ceny, ve kterém skutečná cena osciluje. Arbitrážní příležitost

¹⁴ PAVLÁT, Vladislav. *Globální finanční trhy*. 1. vyd. Praha : Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2013. ISBN 978-80-7408-076-0, str. 55 – 56.

vzniká až ve chvíli, kdy skutečná cena nástroje vybočí mimo toto pásmo – realizovaná arbitrážní operace pak zajistí, že se do něho znovu vrátí. Důvody, proč cena nástroje může dočasně vybočit z arbitrážního pásma, jsou různé. Přes všechny pokrok v technice nejsou dnešní finanční trhy stále zcela stoprocentně efektivní, roli tedy hraje možná informační asymetrie mezi trhy, setrvačnost trhů, odlišná pružnost účastníků obou trhů a mnoho dalších faktorů. Vzhledem k náročnosti na informační i technologickou vybavenost investora (při dnešním elektronickém obchodování se arbitrážní příležitosti otvírají často i jen na zlomky vteřin) se touto činností zabývají pouze velcí institucionální investoři, kteří jsou často současně finančními zprostředkovateli na daných trzích.¹⁵

Jištění

Jištěním (častěji však nazývané „hedging“) je myšlena činnost, při které se investor snaží omezovat určité druhy rizika, které podstoupil obchodováním na finančních trzích. Cílem jištění je přesunout část svého rizika na subjekt, který ho je za určitou odměnu ochoten nést. Nástroji jištění lze omezit jak riziko současné, tak riziko budoucí – především pak rizika tržní a změny úrokových měr. K jištění slouží nejčastěji různé derivátové nástroje, kdy investor na termínovém trhu zaujímá opačnou pozici, než jakou má otevřenu na promptním trhu – lze tak například vyrovnat pokles hodnoty akciového portfolia růstem hodnoty derivátu užitého k jištění. Základním a důležitým rozdílem tohoto motivu investování oproti předchozím dvěma je, že investorovi zde nejde primárně o zhodnocení vložených prostředků, nýbrž o snížení svého rizika a to často i za cenu drobné ztráty (v podobě odměny subjektu, který riziko přebírá). Obecně lze říci, že jištění je dokonalé pouze v prostředí mírných pohybů cen nástrojů investování. Dojde-li k zásadní změně zasahující celý trh – nebo i více trhů najednou – jištění ztrácí svou účinnost a je třeba ho upravit tak, aby se dokázalo vypořádat s novými okolnostmi.¹⁶

¹⁵ PAVLÁT, Vladislav. *Globální finanční trhy*. 1. vyd. Praha : Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2013. ISBN 978-80-7408-076-0, str. 56 – 57.

¹⁶ Tamtéž, str. 57.

1.4 Kategorizace nástrojů investování

Na finančních trzích se lze setkat s velkým množstvím nástrojů investování. V první řadě zde existují tzv. „klasické“ nástroje, historicky nejstarší, které tvoří páteř finančních trhů. Vývoj v oblasti finančnictví a finančního inženýrství však přinesl celou škálu „moderních“ nástrojů, které na existenci těch klasických staví a dále je rozvíjejí. Ty lze rozdělit dále do třech kategorií podle principů, na kterých fungují.

1.4.1 Klasické nástroje investování

Nástroje spadající do této kategorie jsou nástroje základních vlastností, zpravidla blízkých reálným aktivům (nebo se o reálná aktiva přímo jedná). Ve srovnání se syntetickými nástroji jsou také svou konstrukcí méně složité.

Finanční nástroje investování

Patří sem investiční nástroje peněžního a kapitálového trhu, cizí měny a drahé kovy. Za „základní“ druhy nástrojů investování na peněžním a kapitálovém trhu lze označit úvěry (a to včetně běžných vkladů) a „klasické“ investiční cenné papíry. Jde zejména o cenné papíry majetkové (osvědčující vlastnictví určitého podílu v konkrétní společnosti, jako jsou akcie a některé s akciemi spojené cenné papíry) a cenné papíry dluhové (osvědčující skutečnost, že emitentovi dluhového cenného papíru byly někdy v minulosti za konkrétních podmínek půjčeny finanční prostředky). Lze říci, že tyto klasické nástroje jsou nejvýznamnějším druhem finančních investičních nástrojů proto, že disponují tzv. „základními vlastnostmi“, které jsou následně obsaženy ve všech ostatních finančních investičních instrumentech, jež vznikají na jejich základě. Jejich společná charakteristická vlastnost je tedy, že *„velikost běžných výnosů plynoucí z jejich držby i vývoj jejich tržních cen (kurzů) nejsou „přímo závislé“ na žádných jiných investičních instrumentech.“*¹⁷ Jsou tedy závislé pouze na tom, o jaký druh nástroje se jedná (jaké jsou jeho vlastnosti a jaká práva jsou s jeho vlastnictvím spjata) a na hospodářské situaci jejich emitenta a celého trhu.

Cizí měny lze také zařadit mezi klasické finanční investiční instrumenty, neboť jejich prostřednictvím lze spekulovat na očekávanou změnu devizového kurzu.

¹⁷ RAJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3. rozš. vyd. Ostrava : KEY Publishing s.r.o., 2011. ISBN 978-80-7418-128-3, str. 203.

V případě deviz (cizích měn držených v bezhotovostní podobě) lze kromě kapitálového výnosu, plynoucího z jejich zhodnocení, navíc počítat i s běžným výnosem v podobě úroků, plynoucích z jejich držby samotné. Drahé kovy jsou dlouhodobě stálé, vysoce ceněné vybrané druhy komodit. Jejich držba samotná nepřináší žádný běžný výnos, lze tedy spekulovat pouze na výnos kapitálový, spočívající v růstu jejich budoucích cen.

Reálné nástroje investování

Sem patří především komodity (vyjma drahých kovů), nemovitosti a některé vybrané movité věci. Komoditami se rozumí některé zastupitelné zboží, jehož charakteristiky lze standardizovat, a tudíž ho lze obchodovat na organizovaných trzích i bez jeho fyzické přítomnosti. Jedná se zpravidla suroviny a různé polotovary určené k dalšímu zpracování. Drahé kovy jsou sice jedním z typů komodit, jsou však vzhledem ke své významnosti a výjimečným vlastnostem (a také proto, že zpravidla nejsou určeny k dalšímu zpracování) historicky řazeny k finančním instrumentům.

Nemovitosti jsou investičním nástrojem s velmi dlouhou životností a velmi nízkou likvidností. Jejich specifíkem je schopnost nést dvojí výnos – jak kapitálový, plynoucí z rozdílu mezi kupní a prodejní cenou, tak běžný, plynoucí z nájemného, utrženého vlastníkem po dobu vlastnictví. Některé „speciální“ movité věci jsou také způsobilé být reálným nástrojem investování. Nejčastěji jde o různá umělecká díla, starožitnosti nebo například archivní vína.

1.4.2 Termínové derivátové nástroje

Slovem derivát se rozumí specifický typ nástroje investování, jehož výnos se odvozuje od výnosů tzv. podkladového aktiva, na které je derivát emitován. Tímto aktivem může být prakticky cokoliv – existují deriváty vydané na akcie, dluhopisy, komodity, úrokové sazby, směnné kurzy měn i na celé indexy (akciových trhů, spotřebitelských cen atd.). Deriváty mají termínový charakter, vždy se jimi uzavírá obchod, jehož realizace je odložena do budoucnosti a je často vázána na splnění dalších podmínek (například uplatnění práva). Charakter a výkonnost podkladových aktiv

zásadně ovlivňují i charakteristiky derivátů – rizikovost, výnosnost a likvidita derivátu je závislá na rizikovosti, výnosnosti a likviditě podkladového aktiva.¹⁸

Derivátové nástroje lze klasifikovat podle tří kritérií:

- Podle charakteru podkladového aktiva a jeho rizikovosti
- Podle způsobu obchodování
- Podle charakteru práva s derivátem spojeného

Finanční deriváty jsou ve své podstatě smlouvy zachycující podmínky, za kterých lze uskutečnit nákup či prodej výnosů plynoucích z podkladového aktiva. Podle povahy podkladového aktiva je deriváty možné členit na akciové deriváty (deriváty emitované na akcie vlastněné emitentem), dluhové deriváty (deriváty emitované na existující či budoucí dluh emitenta vůči třetí osobě) a na devizové deriváty (deriváty emitované na devizové nástroje a transakce).

Pro kategorizaci derivátů na základě způsobu jejich obchodování může rozlišit dvě základní skupiny – deriváty obchodované na burzách a deriváty obchodované na mimoburzovním trhu (takzvaně „over-the-counter“, OTC). OTC deriváty jsou obchodovány přímo mezi dvěma smluvními stranami, bez účasti zprostředkovatele v podobě burzy. Většina derivátů je obchodována tímto způsobem, jen některé vybrané deriváty mají zvláštní burzy, které se specializují na jejich obchodování.

Podle charakteru práva z derivátu plynoucího je možné deriváty rozlišit na nepodmíněné, kde jsou smluvní strany povinny plnit za každých okolností a na podmíněné, kde má některá ze stran má právo se rozhodnout, zda k plnění dojde (např. majitel opce se může rozhodnout, zda opci uplatní či nikoliv).¹⁹

Nejběžnějšími typy derivátů jsou:

- Futures a forwardy – smlouvy o termínovaném obchodu, jimiž se účastníci zavazují ke koupi nebo k prodeji podkladového aktiva k určitému budoucímu datu
- Opce – těmito smlouvami vzniká kupujícímu právo koupit nebo prodat podkladové aktivum k určitému budoucímu datu

¹⁸ ZÁŠKODNÝ, Petr; PAVLÁT, Vladislav; BUDÍK, Josef. *Finanční deriváty a jejich oceňování*. Praha : Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2007. ISBN 978-80-86754-73-4, str. 9.

¹⁹ Tamtéž, str. 10-11.

- Swapy – těmito smlouvami se účastníci zavazují k výměně určitých peněžních toků

Nejčastějším typem derivátů jsou deriváty s podkladovým aktivem finančního charakteru – akcie, akciové indexy, dluhopisy, úvěry, nástroje peněžního trhu, cizí měny atd. Je však možné emitovat deriváty i na rozličná podkladová aktiva nefinančního charakteru, jako například výsledky ekonomických procesů (růst či pokles míry inflace), na ceny komodit (běžné jsou deriváty například na ceny elektrické energie, ceny ropy nebo zemního plynu či některých klíčových průmyslových komodit) či na jiné, exotičtější „podkladová aktiva“ (jako například deriváty na vývoj počasí).²⁰

Význam zejména finančních derivátů spočívá v jejich relativně nižších transakčních nákladech, v možnosti dosáhnout velkého pákového efektu a ve schopnosti derivátů účinně omezovat tržní, měnové či úrokové riziko. Přednosti derivátů však zároveň naznačují jejich rizika – zejména pákový efekt, při nesprávném odhadu rizika, může dostat i velmi silné finanční instituce do finančních potíží. Často také bývá kritizováno shromažďování velkého objemu derivátů v rukou některých bank. Vysoké nominální objemy derivátů, převyšující často i mnohonásobně kapitál těchto bank, mohou představovat rizikový faktor. Někdy jsou deriváty kritizovány také stran složitosti jejich konstrukce a strategie, což údajně brání jejich efektivnímu použití. Při bližším pohledu se však často selhání, která jsou vydávána za selhání derivátů samotných, ukáží být spíše selháními kontrolních mechanismů a jednotlivých zaměstnanců. Přesto však žádné investování není bez rizika a i obchodování s finančními deriváty by tak mělo být prováděno obezřetně a s řádnou péčí a rozmyslem.²¹

1.4.3 Cenné papíry fondů kolektivního investování

Tyto cenné papíry jsou sice na první pohled podobné klasickým majetkovým cenným papírům, avšak vývoj jejich cen závisí prakticky zcela na vývoji kurzů investičních aktiv, se kterými konkrétní fond kolektivního investování obchoduje. Správci fondu vytváří portfolio instrumentů (často velmi široké, složené z finančních i

²⁰ ZÁŠKODNÝ, Petr; PAVLÁT, Vladislav; BUDÍK, Josef. *Finanční deriváty a jejich oceňování*. Praha : Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2007. ISBN 978-80-86754-73-4, str. 11.

²¹Tamtéž, str. 13-14.

reálných nástrojů investování), do kterého investují prostředky poskytnuté jim individuálními investory právě skrze cenné papíry fondu. Lze tak s jistou nadsázkou tvrdit, že cenné papíry fondů kolektivního investování jsou svojí podstatou blíže derivátům (v tomto případě by podkladovým aktivem bylo celé portfolio fondu) než klasickým nástrojům.

1.4.4 Strukturované produkty

Za strukturované nástroje bývají označovány investiční instrumenty, které nějakým způsobem syntetizují základní vlastnosti klasických instrumentů a vlastnosti derivátových nástrojů. Tato skupina je značně rozsáhlá a neuzavřená – syntetickým produktem je cokoliv, co nelze zařadit do předchozích třech kategorií a co vykazuje vlastnosti nástrojů z jedné či více předchozích skupin. Obecně lze strukturované produkty označit za typ derivátů (vždy jsou vydávány na nějaké podkladové, finanční či reálné, aktivum), což vyplývá z toho, že „i když se zpravidla nejedná o termínové kontrakty, bývají výnosy s nimi spojené odvozovány od vývoje cen, resp. hodnot jejich podkladových aktiv, přičemž může jít jak o výnosy běžné, tak především o výnosy kapitálové.“²² Strukturované produkty mohou mít formu jak cenných papírů, tak smluvně vytvořeného investičního nástroje.

Z celé škály strukturovaných produktů jsou zajímavé zejména dva druhy: strukturované dluhové cenné papíry a sekuritizované²³ pákové deriváty. Strukturované dluhopisy jsou založeny na principu, že výnos s nimi spojený není předem pevně dán (jako je tomu u klasických dluhopisů) a je závislý na vývoji určitého podkladového „aktiva“ (aktivum je zde v uvozovkách, neboť výnos strukturovaného dluhopisu může být odvislý například i od míry inflace). S tím souvisí kolísání jejich tržních cen po celou dobu jejich životnosti i způsob jejich splacení v okamžiku jejich maturity. Sekuritizované pákové deriváty jsou vysoce spekulativní derivátové instrumenty spojující vlastnosti derivátů (nejčastěji opcí) a klasických nástrojů. Vyznačují se využitím velkého pákového efektu, který investorovi umožňuje nadproporcionálně těžit ze změn cen podkladových aktiv (a to jak při jejich růstu, tak při jejich poklesu). Za to na sebe investor přebírá vysoké riziko v případě nepříznivého vývoje kurzů

²² RAJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3. rozš. vyd. Ostrava : KEY Publishing s.r.o., 2011. ISBN 978-80-7418-128-3, str. 205 – 206.

²³ Sekuritizací se rozumí transformace zejména pohledávek na cenné papíry.

podkladových aktiv, který může zapříčinit až totální znehodnocení původní investice.^{24,25}

1.5 Finanční trh

1.5.1 Finanční trh obecně

Finanční trh je možno definovat jako „*souhrn investičních instrumentů a produktů, institucí, postupů a vztahů, při nichž dochází k přelévání volných finančních zdrojů mezi přebytkovými a deficitními jednotkami na dobrovolném smluvním základě*“²⁶. Finanční trh je jedním z komplexu několika trhů v tržní ekonomice. Jedná se o trh, na kterém se investoři – institucionální či drobní – opakovaně vzdávají současné a zaručené hodnoty svých finančních prostředků za účelem získání vyšší – avšak nejisté – hodnoty v budoucnu. Nejistota výše budoucí hodnoty vložených prostředků hraje zásadní roli a je jedním z klíčových aspektů tohoto trhu. Finanční trh existuje ve svobodné ekonomice vedle dalších trhů (trhu výrobků a služeb, trhu práce, trhu informací a dalších), které významně ovlivňuje a kterými je sám ovlivňován. Pohyb finančních prostředků mezi jednotlivými trhy a jejich účastníky všechny tyto trhy vzájemně propojuje.

Finančního trhu se účastní v zásadě tři druhy subjektů – přebytkové jednotky, deficitní jednotky a zprostředkovatelé. Přebytkové jednotky jsou subjekty, které mají dočasný přebytek finančních prostředků, pro něž nemají v aktuálním okamžiku vhodné uplatnění. Jsou proto ochotny tyto prostředky zapůjčit a za toto zapůjčení žádají odměnu. Tyto jednotky jsou v ekonomice zdrojem úspor a na finančním trhu je lze zjednodušeně označit za investory či za věřitele. Deficitní jednotky naopak pocítují v daném okamžiku nedostatek volných finančních prostředků. Tyto dodatečné finanční prostředky se pak snaží získat na finančním trhu. Deficitní jednotky lze označit za „emitenty“, neboť získávání finančních prostředků z finančního trhu se zpravidla děje pomocí vydávání – emitování – některého investičního nástroje. Zprostředkovatelé na

²⁴ RAJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3. rozš. vyd. Ostrava : KEY Publishing s.r.o., 2011. ISBN 978-80-7418-128-3, str. 201 – 207.

²⁵ BUDÍK, Josef. *Finanční investování*. 1. vyd. Praha : Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2011. ISBN 978-80-7408-047-0, str. 31 – 72.

²⁶ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a akt. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9, str. 23.

finančním trhu sami neumistují žádné přebytečné finanční prostředky ani žádné dodatečné finanční prostředky nehledají, avšak napomáhají přesunu finančních prostředků od přebytkových jednotek k deficitní s co možná nejnižšími transakčními a informačními náklady. Za tuto službu pak žádají odměnu. Zapojením zprostředkovatelů do celého procesu by mělo dojít ke snížení rizika a zvýšení rychlosti a plynulosti celé transakce a také by mělo dojít k optimalizaci alokace disponibilních finančních prostředků na finančním trhu.

Úkolem finančních trhů v tržní ekonomice je tedy efektivně zabezpečovat přesun volných finančních prostředků. Na tuto efektivnost lze pohlížet ze třech úhlů. Alokační efektivnost znamená přesun volných finančních prostředků k deficitní jednotce, která nabídne nejvyšší výnos za současného respektování míry rizika (tedy nejvyšší výnos očištěný o riziko). Operační efektivnost znamená přesun volných finančních prostředků s minimálními transakčními náklady. Informační efektivnost znamená schopnost kurzů investičních nástrojů rychle a adekvátně reflektovat novou a neočekávanou informaci.²⁷

Funkce finančního trhu²⁸

Ve svobodných tržních ekonomikách vykonávají finanční trhy několik nezastupitelných funkcí:

- Shromažďovací: finanční trh dočasně akumuluje volné finanční prostředky před tím, než budou alokovány.
- Alokační: na finančním trhu jsou přesunovány volné finanční prostředky mezi jednotkami s přihlédnutím k aspektům výnosnosti, rizikovosti a likvidity. K optimální alokaci dochází ve chvíli, kdy volné finanční prostředky získá deficitní jednotka, která nabídne nejvyšší výnos při současně co nejnížší rizikovosti a co nejvyšší likviditě.
- Likvidity: existence finančního trhu zaručuje snadnou a hladkou obchodovatelnost nástrojů investování. Pro investora je tak zajištěna možnost přeměny nelikvidního aktiva na hotovost.

²⁷ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a akt. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9, str. 19 – 23.

²⁸ Tamtéž, str. 24 – 25.

- **Cenotvorná:** na finančním trhu dochází ke střetu nabídky a poptávky po investičních nástrojích, jehož výsledkem je stanovení rovnovážné tržní ceny tohoto instrumentu. Aktuální tržní cena nástrojů investování je důležitou informací pro všechny makroekonomické i mikroekonomické subjekty v ekonomice stejně jako pro všechny účastníky finančního trhu. Při znalosti aktuální tržní ceny konkrétního instrumentu je investor schopen posoudit jeho výnosnost a případně i jeho rizikovost a emitent je schopen zhodnotit cenu vlastního a cizího kapitálu.
- **Diverzifikace rizika:** funkční finanční trh umožňuje investorovi vytvoření optimálního portfolia. Zařazením většího množství různých investičních nástrojů, jejichž výnosové míry spolu nekorelují (nebo korelují negativně), dochází ke snížení celkové rizikovosti celého portfolia.
- **Realizace vlastnického práva:** finanční trh investorům umožňuje investorům nákup či prodej nástrojů investování prakticky v jakémkoliv okamžiku a přispívá tak k jejich reálné možnosti uplatnit svá vlastnická práva.
- **Uchování hodnoty:** některé nástroje investování jsou schopny dobře uchovávat kupní sílu vložených finančních prostředků a ochránit tak investora před negativními dopady inflace.
- **Depozitní:** široké spektrum nástrojů investování s různými mírami výnosnosti, rizikovosti a likvidnosti umožňuje investorovi uložit jeho přebytečné finanční prostředky a případně je i zhodnotit.

1.5.2 Struktura finančního trhu

Primární a sekundární

Pro dělení finančních trhů na primární a sekundární je důležité, zda obchodovaný nástroj investování je nový, poprvé uváděný na trh, nebo zda je zde obchodováno s nástroji již dříve vydanými. Na primárním trhu jde emitentovi o získání nových peněžních zdrojů (často pro financování investic). Při operacích na primárním trhu získává peněžní prostředky přímo emitent instrumentu jejich prodejem prvním nabyvatelům. Na sekundárních trzích je obchodováno s nástroji již dříve vydanými, mezi subjekty, kteří již zpravidla nejsou ani prvními nabyvateli, ani původním emitentem. Sekundární trhy slouží k zajištění likvidity instrumentů a ke stanovení jejich

tržní ceny. Sekundární trhy jsou v případě dlouhodobých nástrojů výrazně větší než trhy primární, u krátkodobých nástrojů je tomu však naopak.

Veřejné a neveřejné

Obchody primárního i sekundárního trhu mohou probíhat jak na veřejném, tak na neveřejném trhu. Rozdíl mezi nimi spočívá v okruhu jejich účastníků. Na veřejném trhu se obchodování mohou zúčastnit všichni potenciální zájemci (splní-li obecná pravidla), na neveřejném trhu jde o přesně určený – a uzavřený – okruh subjektů. Na neveřejných trzích převažují obchody mezi dvěma konkrétními subjekty za konkrétních smluvních podmínek mezi nimi ujednanými, na trzích veřejných jsou instrumenty nabízeny širokému okruhu subjektů za standardizovaných podmínek a jsou nakonec prodány tomu, kdo nabídne nejvyšší cenu.

Organizované a neorganizované

Organizované trhy jsou zpravidla reprezentované burzami (i když existují i mimoburzovní organizované trhy). Na organizovaném trhu působí licencovaný organizátor, jehož činnost spočívá v agregování předem neomezené tržní poptávky po obchodovaných instrumentech a párování vzájemně si odpovídajících nákupních a prodejních příkazů, čímž umožňuje vznik spravedlivé tržní ceny poptávaného instrumentu. Organizované trhy jsou většinou silně regulovány ze strany státních úřadů a podléhají pečlivému dohledu dozorových orgánů. To vedlo zejména v posledních letech k rozvoji trhů neorganizovaných, které nejsou tak silně regulovány a kde nepůsobí žádný organizátor. Obchodování na nich probíhá přímo mezi dvěma subjekty, takzvaně „přes přepážku“ („over the counter“, odtud takzvané „OTC-trhy“). Vstupní branou pro drobnější a neprofesionální investory do toho trhu bývají banky a dealéři cenných papírů, kteří požadovaný obchod provedou na účet klienta s některým ze svých obchodních partnerů.

Promptní a termínové

Rozdíl mezi těmito dvěma trhy spočívá v době, kdy je uzavřený obchod vypořádán. Zatímco na promptním (často také nazývaném „spotový“) trhu dochází k vypořádání uzavřeného obchodu okamžitě (což zpravidla fakticky znamená druhý den, či do dvou dnů podle uzací platných pro konkrétní trh), na termínových trzích je vypořádání uzavřeného obchodu odloženo na předem určenou dobu. Zásadním rozdílem

tak je, že zatímco na promptním trhu je pro uzavření obchodu důležitý pouze aktuální kurz daného instrumentu, na termínovém vstupuje do hry ještě doba do vypořádání a očekávaný kurz k okamžiku vypořádání.^{29,30}

1.5.3 Segmenty finančního trhu

Finanční trhy lze dělit podle mnoha kritérií, avšak zřejmě tím nejčastěji užívaným je kritérium druhů nástrojů investování, které jsou na daném segmentu obchodovány.

Peněžní trh

Základní vlastností, která odlišuje tento segment od ostatních, je krátkodobost nástrojů, které se zde obchodují. Ty se zpravidla vyznačují nižší rizikovostí a nižší výnosností a relativně vysokou likviditou. Ve srovnání s dlouhodobějšími investičními nástroji jsou tyto nástroje také relativně cenově stabilnější. Na tomto trhu je deficitními jednotkami zpravidla získáván provozní kapitál, avšak významný je také pro získávání spekulativního kapitálu pro financování krátkodobých operací s dlouhodobými investičními cennými papíry a s komoditami.

Budeme-li uvažovat peněžní trh z širšího hlediska, pak je zde možné dále vymezit dva dílčí typy: trh krátkodobých úvěrů a trh krátkodobých cenných papírů. Na trhu krátkodobých úvěrů jsou poskytovány různé druhy úvěrů se splatností kratší než jeden rok a to zejména obchodními bankami a dalšími licencovanými finančními institucemi. Lze sem zařadit také obchodní úvěry poskytované v rámci dodavatelsko-oběratelského řetězce. V neposlední řadě sem patří také krátkodobé vklady střadatelů u obchodních bank a operace mezi obchodními bankami a centrální bankou. Trh krátkodobých cenných papírů je pak trhem, na kterém subjekty poptávající peníze nabízejí cenné papíry s krátkou dobou splatnosti jako například směnky, depozitní certifikáty, pokladniční poukázky a další.

²⁹ RAJNÚŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3. rozš. vyd. Ostrava : KEY Publishing s.r.o., 2011. ISBN 978-80-7418-128-3, str. 58 – 62.

³⁰ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a akt. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9, str. 28 – 30.

Kapitálový trh

Na tomto segmentu trhu jsou obchodovány nástroje s relativně delší dobou splatnosti (tj. delší než jeden rok). Vzhledem ke své dlouhodobosti je tak lze považovat za rizikovější než nástroje peněžního trhu, avšak jsou zpravidla také výnosnější. Jejich dlouhodobost je však také příčinou relativně nižší likvidnosti.

Stejně jako u peněžního trhu, při uvažování kapitálového trhu ze širší perspektivy, lze i zde odlišit dva dílčí typy. Prvním typem je trh dlouhodobých úvěrů, poskytovaných ve valné většině obchodními bankami. Jedná se zpravidla o úvěry zajištěné a ve vyšším objemu, určené především na investiční rozvoj podniků. Taktéž sem lze zařadit vklady střadatelů s dobou splatnosti delší než jeden rok. Druhým typem je trh dlouhodobých cenných papírů. Velkou předností dlouhodobých cenných papírů pro investory, na rozdíl od dlouhodobých úvěrů, je jejich převoditelnost. Není tak nutné nástroj držet až do splatnosti, lze je kdykoliv prodat a tak získat zpět likvidní prostředky vložené do investice. Lze jimi také rozložit riziko pro investora: investici, která by pro jediného investora byla příliš riskantní, lze za pomoci vhodných dlouhodobých cenných papírů rozprostřít mezi větší množství investorů. Nejběžnějšími typy investičních nástrojů obchodovanými na tomto typu kapitálového trhu jsou akcie a dlouhodobé dluhopisy (tj. se splatností přesahující jeden rok).

Devizový trh

Jde o trh, na kterém jsou obchodovány cizí měny a to v bezhotovostní formě (vedle devizového trhu existuje ještě trh valutový, kde jsou obchodovány cizí měny v hotovosti). Sřetem nabídky a poptávky po domácí měně a po různých konvertibilních cizích měnách dochází ke tvorbě vzájemných směnných kurzů, které jsou pro každou otevřenou ekonomiku zásadní. Devizové trhy jsou prakticky výhradně trhy velkých institucionálních investorů, jako jsou například obchodní banky, centrální banky, investiční fondy a brokeři devizových operací. Spotové (promptní) obchody jsou na devizovém trhu uzavírány zpravidla mimoburzovně, avšak i pro tento trh existují burzy – na těch se však zpravidla obchodují měny pomocí různých termínových devizových kontraktů (zejména typu futures a opce).

Trhy reálných aktiv

Reálnými aktivy jsou zde myšleny zejména komodity, nemovitosti a umění. Nejpodobnější trhům finančních aktiv jsou trhy komodit. Běžně se obchoduje s ropou a zemním plynem, drahými kovy, drahými kameny, různými druhy zemědělské produkce (obilí, káva, čaj, cukr, pomerančový koncentrát, některé druhy vepřového atd.) a průmyslovými kovy. Za nejdůležitější drahé kovy běžně obchodované na finančních trzích lze s jistotou označit zlato a stříbro (vedle nich je ještě obchodována platina a další, exotičtější, kovy jako je například paladium). Při investicích do drahých kovů je obchodováno zpravidla s pruty či s mincemi, které jsou však výrazně dražší. V současné době vedle obchodů s fyzickou podobou kovu je obchodováno také s deriváty emitovanými na tento kov jako podkladové aktivum. Tím odpadá značná část transakčních nákladů s těmito obchody tradičně spojenými. Z drahých kamenů jsou jako nástroj investování nejdůležitější tzv. investiční diamanty, avšak i další drahé kameny mají zejména v některých částech světa velký význam. Nejdůležitějším světovým trhem fyzického zlata i stříbra je Londýn, diamantů pak Antverpy.³¹

Důležitými trhy jsou také trhy nemovitostí a umění. Ty se však příliš nepodobají ani trhům finančních aktiv, ani trhům s komoditami. Jde o decentralizované trhy, transakce zde probíhají za přispění specializovaných zprostředkovatelů a jejich účastníky bývají zpravidla vysoce specializovaní investoři. Tyto trhy jsou výrazně nelikvidní a jejich značná náročnost na informační vybavenost z nich vylučuje všechny neprofesionální i značnou část profesionálních investorů.

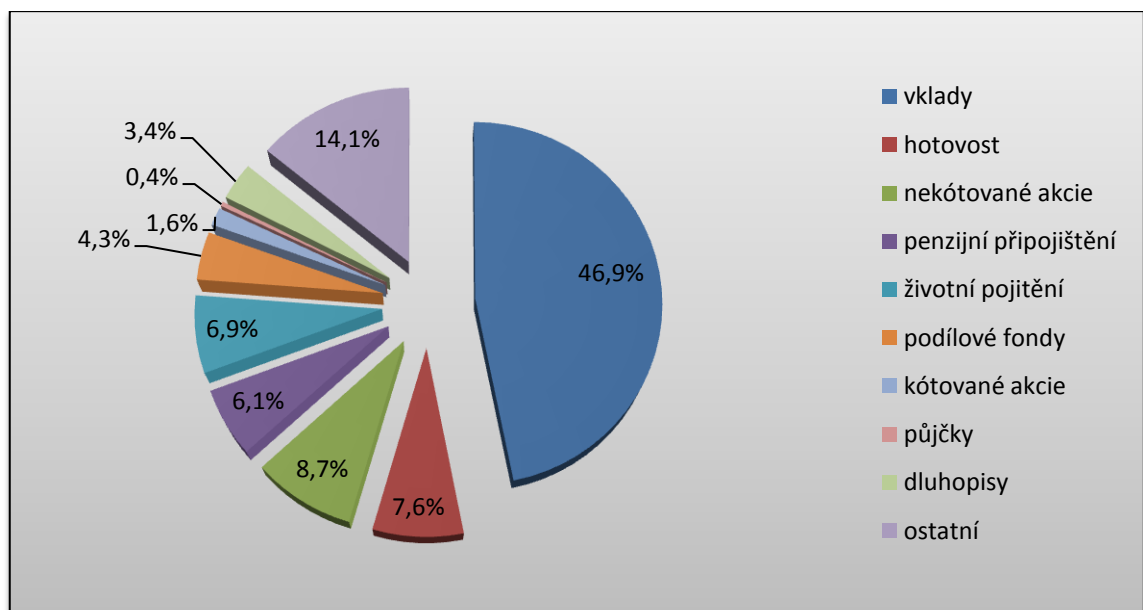
³¹ RAJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3. rozš. vyd. Ostrava : KEY Publishing s.r.o., 2011. ISBN 978-80-7418-128-3, str. 53 – 57.

2. Nástroje investování jako alternativa ke spořicímu produktům

Byť je často investování širokou veřejností vnímáno jako něco vyhrazeného pro profesionální „burziány“, není tomu tak. Pravidelné ukládání přebytečných finančních prostředků do různých nástrojů investování je vhodnou – a často také výrazně výhodnější – alternativou k různým spořicímu produktům. „Investování“ je opředen mnoha mýty a část lidí k němu z důvodů své vlastní neznalosti cítí odpor. To je do určité míry pochopitelné, ať už kvůli minulým excesům subjektů, které na trhu s investičními nástroji působí, či kvůli hororovým historikám drobných investorů, kteří se nechali zlákat vidinou „rychlých a snadných“ peněz a při nesmyslně riskantních operacích přišli o všechno. Vstup na finanční trh jistě přináší pro investora riziko, avšak při správném a racionálním rozvržení investic lze toto riziko minimalizovat a získat za něj odměnu. Přistupuje-li drobný investor k nástrojům investování s respektem a určitou dávkou „selského rozumu“, může se pro něj stát pravidelné investování do nástrojů investování vhodnou alternativou ke spořicímu produktům.

Že je v České republice prostor pro nahrazování spořicímu produktů vhodně zvolenými nástroji investování dobře demonstruje následující graf:

Graf 1: Struktura finančních aktiv domácností v ČR, 2012



Zdroj: Vlastní graf, data: Český statistický úřad <<http://www.czso.cz/>>

V roce 2012 tak české domácnosti držely téměř polovinu svých finančních aktiv ve formě vkladů u bank, z čehož značná část připadá na různé druhy spořicíh účtů a termínovaných vkladů. V dluhopisech držely ve stejném roce české domácnosti jen 3,4% a v kótovaných akciích dokonce jen 1,6%. Naproti tomu dva spořicí produkty – penzijní připojištění a životní pojištění – tvořily 13% úspor. Vůle investovat do kótovaných akcií v České republice zřejmě nikdy nebude na takové úrovni jako například v USA nebo ve Velké Británii a to z mnoha důvodů, avšak současný stav je výrazně nestandardní i ve srovnání s ostatními zeměmi Evropské Unie. „*V evropském kontextu jsou investice českých domácností do akcií výrazně podprůměrné. V zemích eurozóny se v průměru akcie podílí na finančních investicích domácností 3,6 procenta. V sousedním Polsku dosahuje tento podíl 3,1 procenta. Rekordmany v tomto ohledu jsou v rámci Evropy Finové držící v akciích více než desetinu svých úspor.*“³²

Důvodů pro nízké zastoupení kótovaných akcií v portfoliích českých domácností je několik. Jednak jsou akcie vnímány jako rizikový nástroj a dále současný stav českého akciového trhu investicím příliš nenahrává. Burza cenných papírů Praha je vnímána jako velmi málo likvidní trh neschopný efektivně zhodnocovat vložené finanční prostředky. Přesto však ignorováním akcií jakožto vhodné investice škodí české domácnosti především samy sobě.

2.1 Drobný investor

Drobný investor je subjekt, který se investováním nezabývá profesionálně a na denní bázi, objem jím investovaných prostředků je relativně nižší a jeho investiční horizont je zpravidla delší. Taktéž motivace jeho investic bývá zpravidla odlišná. Před tím, než bude možné zhodnotit jednotlivé nástroje investování, je však potřeba si tohoto „drobného investora“ definovat z hlediska jednotlivých pro investování důležitých atributů.

Předpokládejme, že náš modelový investor je čerstvý absolvent Právnické fakulty Univerzity Karlovy v Praze, který právě podepsal svou první pracovní smlouvu a stal se tak advokátním koncipientem jedné významné pražské advokátní kanceláře. Je

³² MAREK, David. *České domácnosti a akcie... Patria vydala nový Třicetník* [online]. Patria Online. 7. května, 2013 [cit. 2014-10-23]. Dostupný z WWW: <<http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2329812/ceske-domacnosti-a-akcie-patria-vydala-novy-tricetnik.html>>

mu 25 let, žije relativně zdravým životním stylem a těší se tedy dobrému zdraví, v jeho rodině je běžná dlouhověkost. Předpokládá, že na penzi odejde po svých 65. narozeninách a zaslouženého odpočinku si bude užívat 15 až 20 let.

Cíle investování

Hlavním investičním cílem našeho mladého právníka je zajistit sebe a svou rodinu na stáří. Uvědomuje si, že zodpovědnost za jeho život – a tedy i za jeho život v penzi – leží především na něm samém. Zároveň si je vědom faktu, že čím dříve začne, tím lepších výsledků dosáhne. Chtěl by tedy své budoucí investice strukturovat tak, aby mu zajistili důstojný život v penzi a aby se jeho životní standard odchodem do penze pokud možno nesnížil. Současně však nechce, aby se investování a obhospodařování jeho investic stalo hlavní náplní jeho života – se svou prací a zvolenou profesní dráhou je spokojen a nemíní ji měnit – a tedy bude volit investiční příležitosti, které mu umožní investovat pasivně.

Investiční horizont

Vzhledem k tomu, že cílem je zajištění na penzi, bude investiční horizont našeho modelového investora velmi dlouhý – téměř 40 let. To mu umožní volit do svého portfolia i značně volatilní nástroje, neboť jejich chování v krátkodobém horizontu pro něj není podstatné a naopak jejich dlouhodobý růstový potenciál mu umožní dosáhnout svých cílů. Zároveň bude investovat spíše napříč trhem, do jeho celkového potenciálu růst spíše než do „módních“ titulů a odvětví. Taktéž různé spořicí produkty s dlouhou vázací dobou přicházejí v úvahu, neboť nedostupnost peněžních prostředků po několik let pro našeho modelového investora nehraje roli. Takto dlouhý investiční horizont také znamená, že náš investor za svůj produktivní život vystřídá několik druhů portfolií s různým zaměřením a různou celkovou rizikovostí.

Přístup k riziku

Současná životní situace a její předpokládaný vývoj umožňuje našemu investorovi volit i značně agresivní strategie s vyšší mírou rizika. Lze předpokládat, že případné ztráty bude schopen nést bez výrazného zhoršení jeho životního standardu. Do svého portfolia tak – alespoň v počátečních fázích svého investičního života – bude zařazovat i agresivní, značně volatilní nástroje, které mu umožní dosáhnout vysokých výnosů. Jako rozumný a racionálně uvažující člověk však odmítá se svými penězi

hazardovat, nebude tedy investovat do nástrojů, jejichž princip zcela nechápe a do titulů, které nezná. Bude vyžadovat, aby každé podstoupené riziko bylo dobře ospravedlněné a racionální a aby takováto rizikovější investice dobře zapadala do celkové koncepce jeho portfolia a směřovala k jeho investičním cílům. Vzhledem k tomu tedy nikdy nebude veškeré své úspory držet v agresivních nástrojích, vždy alespoň část portfolia bude tvořena defenzivními nástroji.

Velikost a pravidelnost investice

Předpokládejme, že náš modelový investor nedisponuje na úplném začátku investičního cyklu žádnými většími prostředky (například z dědictví). Investuje tedy pravidelně každý měsíc část ze svého čistého příjmu odpovídající 10% – 15%. Taktéž většinu svých neočekávaných či nepravidelných příjmů investuje do svého portfolia. Takto investované prostředky jsou myšleny jako skutečné úspory, nikoliv jako „finanční rezerva“. Vedle nich by měl náš investor mít část prostředků buď na běžném účtu obchodní banky, nebo na spořicímu účtu s krátkou výpovědní lhůtou jakožto rezervu pro nečekané události. Tato pohotovostní finanční rezerva by měla být alespoň ve výši trojnásobku běžných měsíčních výdajů, raději však ještě vyšší.³³ Každý investor by se měl vyvarovat vnímání svého investičního portfolia jakožto své „pohotovostní rezervy“. V případě, že tak učiní a skutečně dojde k nějaké mimořádné události vyžadující neočekávané výdaje, bude nucen narychlo odprodávat části portfolia, utrpí nejspíše značné ztráty a v krajním případě může znehodnotit celou svou investici.

2.2 Spoření a spořicí produkty

*„Spoření je pravidelné odkládání peněz, u kterého je předem známá úroková sazba za časovou jednotku. Jde o nízkorizikový způsob, jak uchovat hodnotu peněz a ochránit je alespoň před inflací“*³⁴ Právě předem známá výnosnost (určená předem ujednanou úrokovou sazbou) je hlavním rozdílem spoření oproti investování. Zatímco při investování je vždy nutné pracovat s odhadovanou budoucí výnosností a s pravděpodobností, při spoření je budoucí výnosnost prakticky jistá. Jedinými způsoby,

³³ ROZKOŠNÝ, Petr. *Pohotovostní finanční rezerva – základ každého finančního plánu* [online]. Peníze.navic.cz. 25. září, 2014 [cit. 2014-10-26]. Dostupný z WWW:

<<http://www.penizenavic.cz/clanky/pohotovostni-financni-rezerva-zaklad-kazdeho-financniho-planu-ktery-vam-udrzi-hlavu-nad-vodou>>

³⁴ JANDA, Josef. *Spořit nebo investovat?*. 1. vyd. Praha : GRADA Publishing, a.s., 2011. ISBN 978-80-247-3670-9, str. 51.

jak dojednaný výnos nezískat, je nedodržení smluvních podmínek poskytovatelem spořicího produktu a nenadálá změna politiky státu směrem ke státní podpoře daného produktu a míře jeho zdanění. Z toho plyne také výrazně nižší rizikovost spoření – ve srovnání s pravidelným investováním ho lze považovat za prakticky bezrizikové. Oba tyto atributy vysvětlují obrovskou popularitu některých spořicích produktů mezi českými domácnostmi. Další příčinnou je také velká jednoduchost sjednání spořicích produktů – zpravidla stačí jediná návštěva pobočky či několik desítek minut na webovém portálu dané instituce. Různé spořicí produkty jsou tak tradičně považovány za jednoduchý a bezpečný způsob, jak ochránit své peníze před inflací a „přilepšit“ si v budoucnosti.

Při bližší analýze spořicích produktů však vychází najevo, že jednoduchost a bezpečnost je vykoupena jen velmi nízkým výnosem, který navíc zpravidla zcela závisí na poskytnuté státní podpoře. Není výjimkou, že spořicí produkt – sjednaný střadatelem jakožto ochrana před inflací – tuto svou funkci zcela neplní a ve skutečnosti vložené prostředky znehodnocuje. Dalším, často skrytým, úskalím je často neprůhledná a značně zbytnělá poplatková struktura s produktem spojená, která již tak nízký výnos dále snižuje. Při bližším průzkumu konkrétního obchodního případu tak lze narazit i na reálné záporné výnosy.

2.2.1 Spořicí účty a termínované vklady

Spořicí účty jsou pravděpodobně nejznámější „spořicí“ produkt. Svou podstatou se jedná o účet podobný běžnému vkladovému účtu u banky či družstevní záložny, avšak bez debetní karty a s vyšším úročením. U typických spořicích účtů není výpovědní lhůta a střadatel tak má možnost své peníze získat do druhého dne. Někteří poskytovatelé však nabízejí vyšší úrokovou míru za cenu delší výpovědní lhůty, ta však i tak zůstává velmi krátká. Spořicí účty také zpravidla nemají pásmové úročení a vložená částka je tak úročena jednou fixní úrokovou sazbou. Význam spořicích účtů spočívá v tom, že představují jakýsi mezistupeň mezi běžným účtem, kde jsou vložené prostředky okamžitě dostupné, avšak jsou úročeny jen velmi nízko, a termínovanými vklady, kde střadatel sice získává vyšší úrok, avšak pouze za cenu nedostupnosti svých finančních prostředků po předem sjednanou dobu. Na spořicí účty by tedy měly být

ukládány prostředky, které střadatel v současnosti nutně nepotřebuje, avšak mají sloužit jako „pohotovostní“ rezerva. Pro dlouhodobé spoření tento typ produktu vhodný není.

Termínované vklady jsou spořicími produktem primárně určeným pro dlouhodobé uložení finančních prostředků. Na rozdíl od spořicích účtů se u termínovaného vkladu vyžaduje sjednání výpovědní lhůty (od 1 měsíce až po 5 let), za což střadatel získává zpravidla vyšší úrok. Prostředky na termínovaných vkladech jsou často úročeny pásmově, kdy části vkladu jsou úročeny různými úrokovými měrami podle toho, v jakém pásmu se nacházejí. Nejlepší podmínky tak získává klient, který u poskytovatele tohoto produktu ukládá velmi vysoké částky (často v jednotkách milionů Kč) na velmi dlouhou dobu. Přesto však současná nabídka termínovaných vkladů na českém trhu není pro střadatele nikterak lákavá – v současnosti nabízené průměrné zhodnocení pěti nejvýhodnějších termínovaných vkladů u bankovních institucí po splnění těch nejpřísnějších podmínek (pětiletá doba uložení a velmi vysoké úložky) je 1,74% p. a³⁵ (při zohlednění daně z příjmu fyzických osob). U pěti nejvýhodnějších termínovaných vkladů nabízených spořitelními družstvy („kampeličkami“) taktéž po splnění těch nejpřísnějších podmínek je v současnosti nabízené průměrné zhodnocení 2,43% p. a³⁶ (taktéž při zohlednění daně z příjmu fyzických osob). Je třeba zmínit, že střadatel, který uložil své prostředky na termínovaný vklad, je může získat zpět i před uplynutím sjednané doby, je za to však penalizován. Termínované vklady jsou vhodné jako spořicí produkt pro střadatele, kteří mají velmi negativní vztah k riziku, mají jen malé povědomí o světě financí a hledají jednoduchou a bezpečnou možnost uložení svých prostředků. Při současné nabídce úrokových měr jsou termínované vklady schopny ochránit vložené prostředky před nízkou inflací, v případě růstu inflace se však stávají pro střadatele nevýhodné.

Prostředky vložené jak na spořicí účty, tak na termínované vklady jsou ze zákona pojištěny (v současnosti do výše 100 tisíc euro) a to v případě bankovních institucí i spořitelních družstev. Úložky do této výše lze tedy považovat za prakticky bezrizikové. U obou typů produktů podléhají připsané úroky z vkladů dani z příjmu fyzických osob, která tak efektivně snižuje výnosnost pro klienta. Při posuzování obou

³⁵ Měšec.cz. *Termínované vklady – srovnání* [online] [cit. 2014-11-2]. Dostupný z WWW: <<http://www.mesec.cz/produkty/terminovane-vklady/>>. Vlastní výpočet.

³⁶ Tamtéž. Vlastní výpočet.

produktů je také třeba zvážit poplatkovou strukturu spojenou s celým obchodním případem – za zřízení účtu, za vedení účtu, za výpisy i další položky. Poplatky poskytovateli mohou výrazně ovlivnit výhodnost celého produktu pro střadatele.³⁷

2.2.2 Stavební spoření

*„Stavební spoření je účelový druh spoření, při kterém vkladatel dlouhodobě ukládá prostředky u specializované banky. V průběhu spoření může čerpat státní podporu a po jeho skončení získává, při splnění dalších podmínek, nárok na úvěr ze stavebního spoření.“*³⁸ Jedná se o jeden z vůbec nejoblíbenějších spořicích produktů – ke konci roku 2013 bylo podle Asociace českých stavebních spořitelů v ČR přes 4,5 milionu platných smluv – který se vyznačuje několika specifiky. Jednak jde o produkt účelově zaměřený, střadatel by měl naspořené prostředky použít na nákup, výstavbu či rekonstrukci nemovitosti, v které bydlí nebo plánuje bydlet. Vzhledem k významu vlastního bydlení pro jakékoliv plánování budoucího finančního zajištění přichází však i tento produkt pro našeho modelového investora v úvahu.

Další zvláštností je nárok na státní podporu. Tu může získat každá fyzická osoba (je-li občanem ČR, občanem Evropské unie, kterému byl vydán průkaz nebo potvrzení o pobytu na území České republiky přiděleno rodné číslo příslušným orgánem České republiky anebo je-li fyzická osoba s trvalým pobytem na území České republiky a rodným číslem přiděleným příslušným orgánem České republiky)³⁹ která uzavřela smlouvu o stavebním spoření. Byť je možno sjednat smluv několik, státní podpora bude vyplacena vždy pouze na jednu z nich. Do 1. ledna 2012 byla výše státní podpory u smluv uzavřených po 31. prosinci 2013 stanovena na 15% z naspořené částky v daném roce, nejvýše však 3 tisíce Kč. Od 1. ledna 2012 se však výše státní podpory u všech platných smluv snížila na 10% a nejvýše 2 tisíce korun ročně. Taktéž byla od stejného data zavedena srážková daň ve výši 15% na úroky připsané v rámci stavebního spoření (do té doby byly úroky zcela osvobozeny od daně). Značnou

³⁷ JANDA, Josef. *Spořit nebo investovat?*. 1. vyd. Praha : GRADA Publishing, a.s., 2011. ISBN 978-80-247-3670-9, str. 52 – 64.

³⁸ Asociace českých stavebních spořitelů. *Stavební spoření – co to je?* [online] [cit. 2014-11-3]. Dostupný z WWW: <<http://www.acss.cz/cz/stavebni-sporeni/co-to-je/>>

³⁹ Česko. Zákon č. 96 ze dne 25. února 1993, o stavebním spoření a státní podpoře stavebního spoření, ve znění pozdějších předpisů. In *Sbírka zákonů, Česká republika*. 1993, částka 27, str. 569 – 573. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=2671>>. ISSN 1211 – 1244

nevýhodou tohoto produktu je šestiletá vázací lhůta, po kterou nelze s vloženými prostředky manipulovat.

Způsob, jakým je státní podpora tomuto produktu konstruována, zásadně ovlivňuje výnosnost stavebního spoření v závislosti na výši ročních úložek. Maximální výši státní podpory (v současnosti 2 tisíce Kč) střadatel získá, pokud ročně uspoří alespoň 20 tisíc Kč. Předpokládejme, že střadatel bude spořit pouze po nezbytně nutnou dobu (tzn. šest let) a že po celou dobu bude zachována současná výše státní podpory a daně z příjmu fyzických osob. Současně předpokládejme, že stavební spořitelna bude úročit vklady 2% p. a. (což je v současnosti nejvyšší nabídka na trhu). Při roční úložce 20 tisíc Kč dosáhne střadatel celkového zhodnocení 2,62% p. a.⁴⁰, což, vezmeme-li v úvahu, že stavební spoření je prakticky bez rizika (všechny vklady jsou ze zákona pojištěny až do výše 100 tisíc euro), je relativně vysoký výnos. Avšak při vyšších ročních úložkách – tak jak klesá relativní význam státní podpory – začne tento produkt na své výhodnosti rychle ztrácet. Při roční úložce 30 tisíc Kč dosáhne střadatel zhodnocení 2,09% p. a., při 40 tisících Kč 1,82% p. a., při 50 tisících 1,66% p. a. a při 60 tisících 1,55% p. a. Při roční úložce ve výši 100 tisíc Kč ročně dosáhne střadatel celkového zhodnocení již pouze 1,33% p. a.⁴¹

Z výše uvedeného je patrné, že stavební spoření je vhodný produkt pouze pro ty, kteří si mohou dovolit ročně spořit jen relativně nižší úložky. Pokud má střadatel v úmyslu ukládat větší objemy prostředků, pak je tento produkt pro něj vhodný pouze v případě, že má absolutně negativní vztah k riziku a hledá bezrizikový produkt se zákonným pojištěním vkladů, který přesto nabízí alespoň malý výnos. Velmi dlouhá doba, po kterou se svými prostředky však nebude moci vůbec nakládat, takovéhoho střadatele pravděpodobně nakonec stejně od sjednání tohoto produktu odradí. V úvahu je nutné vzít také poplatkovou strukturu u konkrétní instituce, která stavební spoření poskytuje. Poplatky, které jsou s tímto produktem spojeny, jeho výnos dále snižují a to v některých případech velmi významně.⁴²

⁴⁰ Vlastní výpočet.

⁴¹ Vlastní výpočty.

⁴² JANDA, Josef. *Spořit nebo investovat?*. 1. vyd. Praha : GRADA Publishing, a.s., 2011. ISBN 978-80-247-3670-9, str. 64 – 67.

2.2.3 Doplnkové penzijní spoření

Doplňkové penzijní spoření je další ze spořicích produktů podporovaných státem. Jedná se o produkt primárně určený pro tvorbu úspor na penzi a s tímto ohledem je také konstruován. Vklady do něj a výnosy z nich, stejně jako další příspěvky, nejsou ze zákona pojištěny, i přesto však se mezi českými domácnostmi jedná o jeden z nejrozšířenějších produktů. Důchodová reforma z roku 2012 a jí zavedený druhý pilíř přinesl do tohoto způsobu spoření změny – penzijní připojištění se stalo doplňkovým penzijním spořením a vstup do penzijního připojištění již není nadále možný (fondy byly přeměněny na tzv. „transformované“ a jejich současní účastníci v nich zůstávají). Střadatel již nemá možnost získat své úspory ve formě výsluhové penze a jednorázové výplaty po dosažení 60 let (jednorázová výplata je nyní možná až po dosažení důchodového věku). Významně se změnila pozice penzijních fondů – zatímco dříve penzijní společnosti měly zákonnou povinnost⁴³ připsat klientům každý rok kladný výnos – což vedlo k ultrakonzervativní investiční strategii – avšak po roce 2012 tato povinnost mizí. Penzijní společnosti tak začaly nabízet několik druhů fondů s různými investičními strategiemi a také různou rizikovostí pro klienta. Rozhodnutí, zda vstoupit do konzervativního, vyváženého či dynamického fondu tak představuje pro střadatele zásadní rozhodnutí.

Cyklus doplňkového penzijního spoření lze rozdělit na fázi spořicí a fázi výplatní. Ve spořicí fázi mají příspěvky několik podob. V první řadě jde o úložku střadatele a na ní připadající poměrnou část zisku fondu za dané období. Zde je narušen základní princip spoření – předem známá výnosnost. Budoucí výnos fondu je tedy třeba odhadovat. Tento druh spoření je zvýhodněn státem, a to ve dvou formách: první je přímá státní podpora a to až do výše 230 Kč měsíčně, druhou pak možné snížení základu daně z příjmu fyzických osob⁴⁴, a to až do výše 12 tisíc Kč za rok. Na maximální výši přímé státní podpory dosáhne střadatel, který ukládá alespoň 1 tisíc Kč měsíčně, na maximální možné snížení základu daně pak střadatel, který ukládá alespoň 2 tisíce Kč měsíčně. Nejvyšší možné státní podpory tedy lze dosáhnout při ročních

⁴³ Česko. Zákon č. 42 ze dne 16. února 1994, o penzijním připojištění se státním příspěvkem, ve znění pozdějších předpisů. In *Sbírka zákonů, Česká republika*. 1994, částka 14, str. 259 – 269. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=2743>>. ISSN 1211 – 1244

⁴⁴ Česko. Zákon č. 586 ze dne 20. listopadu 1992, o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů. In *Sbírka zákonů, Česká republika*. 1992, částka 117, str. 3473 – 3491. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=2640>>. ISSN 1211 – 1244

úložkách 24 tisíc Kč a vyšších. Třetím příspěvkem je pak dobrovolný příspěvek zaměstnavatele střadatele. V tomto případě se však nejedná o nárok, nýbrž o benefit zaměstnavatelem dobrovolně poskytovaný zaměstnanci. Ve výplatní fázi je možné své naspořené prostředky získat několika způsoby: ve formě starobní penze na určenou dobu, invalidní penze na určenou dobu, prostřednictvím jednorázového vyrovnání po dosažení důchodového věku, jako odbytné nebo jako úhradu jednorázového pojistného pro penzi.⁴⁵

Zavedení fondů s různými investičními strategiemi je pro tento produkt velmi významná změna. V minulosti – kvůli zákonným povinnostem – dosahovaly fondy jen velmi nízkých výnosů, byly však pro klienty prakticky bez rizika. Zavedením vyvážených a dynamických fondů se střadatelům otevřela možnost dosáhnout na výrazně větší zhodnocení, avšak za cenu podstoupení rizika, že jejich úložky budou znehodnoceny. Většina penzijních společností slibuje svým potenciálním klientům na dynamických fondech zhodnocení mezi 3% a 5% p. a. Výsledky za rok 2013 tomu však příliš neodpovídají: 4 dynamické fondy si připsaly výnos nižší než 1% p. a., 3 dynamické fondy dosáhly výnosu mezi 1,5% a 3,5% p. a. Pouze dva dynamické fondy dosáhly v tomto roce výrazného zhodnocení: Růstový účastnický fond od Raiffeisen penzijní společnosti dosáhl výnosu 11,7% p. a. a Globální akciový účastnický fond od CONSEQ penzijní společnosti dosáhl výnosu 19,53% p. a.⁴⁶ Všechny tyto fondy se však potýkají s nezájmem klientů a velmi malými objemy kapitálu, které značně limitují, na jaké investiční příležitosti dosáhnou. Lze předpokládat, že tak, jak poroste množství účastníků a objem prostředků ve fondech, bude se zlepšovat a stabilizovat i jejich výnosnost. V současnosti jsou však dynamické účastnické fondy značně nejistým podnikem.

Předpokládejme, že se náš modelový investor rozhodl vložit své prostředky do jednoho z výše zmíněných dynamických účastnických fondů. Dále předpokládejme, že se naplní sliby penzijních společností a roční výnosy budou dosahovat 3% až 5% p. a. (tedy průměrně 4% p. a.) a že po celou dobu zůstane státní podpora ve stejné výši jako

⁴⁵ Česko. Zákon č. 427 ze dne 6. listopadu 2011, o doplňkovém penzijním spoření, ve znění pozdějších předpisů. In *Sbírka zákonů, Česká republika*. 2011, částka 149, str. 5624 – 5690. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=6079>>. ISSN 1211 – 1244

⁴⁶ Asociace penzijních společností ČR. *Ekonomické ukazatele penzijních fondů APF za rok 2013* [online] [cit. 2014-11-3]. Dostupný z WWW: <<http://www.apfcr.cz/cs/vybrane-ekonomicke-ukazatele/ekonomicke-ukazatele-penzijnich-fondu-apf-cr-za-rok-2013.html>>

v současnosti a že úspora na dani z příjmu fyzických osob bude vložena do tohoto produktu. Náš advokátní koncipient zároveň neměl štěstí na štědrého zaměstnavatele a příspěvky zaměstnavatele do tohoto spořicího produktu jsou tedy nulové. V tomto modelovém příkladu zároveň předpokládáme, že spořit bude po dobu šesti let (pro možnost lepšího srovnání se stavebním spořením). Při roční úložce 24 tisíc Kč (tedy při nejnižší možné výši pro získání maximální státní podpory) dosáhne střadatel zhodnocení 5,36% p. a., při úložce 30 tisíc Kč ročně 4,79% p. a., při 40 tisících Kč 4,21% p. a., při 60 tisících Kč 3,85% p. a. a při 100 tisících Kč ročně již jen 3,12% p. a.⁴⁷

Je patrné, že stejně jako u stavebního spoření, i zde výnosnost klesá v závislosti na výši roční úložky a to ze stejného důvodu: klesající relativní význam státní podpory. Přesto však je dosažené potenciální zhodnocení na tomto produktu výrazně vyšší. Je to způsobeno tím, že jak výše státní podpory, tak výše zhodnocení nabízená dynamickými fondy jsou výrazně vyšší. Je však třeba mít na paměti několik důležitých věcí. Výše zmíněné modelové výnosy jsou zcela závislé na výnosech fondů, které ale negarantují žádné zhodnocení. Je pravděpodobné, že v některých letech může být jejich výnos záporný a skutečná výnosnost doplňkového penzijního spoření se tak od toho modelového bude značně lišit. Za druhé, tato modelová zhodnocení nepočítají s daní z příjmu fyzických osob: ta je odváděna až při výplatě dávek z tohoto spoření a je závislá jak na zvolené formě dávek, tak na daňové sazbě platné v době výplaty. Vzhledem ke smyslu toho produktu jsou také prostředky do něj vložené nedostupné po velmi dlouhou dobu.

Doplňkové penzijní spoření se vzhledem k výše uvedenému hodí pro zajištění se na penzi ze všech spořicího produktů nejlépe. Nově zavedená možnost vybírat z různých rizikových fondů umožňuje střadateli lépe přizpůsobit své spoření aktuální životní situaci. Na druhou stranu jeho uspořené prostředky nejsou nijak garantovány ani pojištěny a je tedy vyžadována značná dávka důvěry v penzijní společnosti a finanční trhy obecně. Taktéž velmi dlouhá nedostupnost vložených prostředků znamená, že tento produkt není vhodný k ničemu jinému, než právě k zajištění se na stáří. Lze říci, že je tento produkt vhodný spíše pro střadatele, kteří jsou schopni stádat spíše nižší úložky a

⁴⁷ Vlastní výpočty.

poskytnutá státní podpora tak pro ně má větší význam. Na druhou stranu je tento produkt koncipován pro velmi dlouhý horizont a nepředvídatelné politické rozhodnutí ve vztahu ke státní podpoře a k daním může tento druh spoření rychle znehodnotit.⁴⁸

2.2.4 Další spořicí produkty

Vedle výše zmíněných existuje na poli spoření celá řada dalších produktů. Většinou se však jedná o různé variace některých základních produktů, nabízející zákazníkům nějakou službu navíc. Na trhu tak lze například nalézt různé strukturované a kombinované termínované vklady. Ty zpravidla kombinují standardní vklad s nějakým druhem investování nebo nabízejí po dobu vkladu kombinace fixní a variabilní úrokové míry. Lze také najít méně tradiční nabídky pásmového úročení, kdy pásma jsou stanovena buď „obráceně“ – tedy nejvýhodnější úrokové míry jsou nabízeny nižším úložkám – či „anomálně“, kdy jsou různá pásma úročena různě bez zjevného trendu.

Na tomto místě je třeba zmínit také životní pojištění – třetí ze státem podporovaných „spořicích“ produktů. Základem tohoto produktu je pojištění osoby před nepříznivými následky smrti, úrazu či nemoci pro ni samou či pro její rodinu. Finanční inženýrství však v nedávné minulosti přišlo s inovací, kdy část pojistného je investována do nějakého nástroje investování a klient má možnost tyto výnosy nějakým způsobem získat. Tato „kapitálová“ či „investiční“ životní pojištění se zejména v poslední době stala mezi českými domácnostmi velmi populární. Názorem autora však je, že by tento produkt měl zůstat především pojištěním a výnosy z jeho „investiční“ části by měly být vnímány jen jako přilepšení, či přesněji jako sleva na pojistném. Vzhledem ke své konstrukci se tento produkt nehodí pro dlouhodobé spoření – respektive „čistokrevný“ spořicí či investiční produkt bude zásadně dosahovat lepších výsledků – a racionální střadatel či investor by tak o jeho zahrnutí do svého portfolia finančních produktů neměl uvažovat. To neznamená, že by životní pojištění ztrácelo zcela svůj smysl, avšak otázky zajištění prostředků na penzi a pojištění před nepříznivými dopady smrti, úrazu či nemoci v produktivním věku by měly být posuzovány odděleně. Je také otázkou, zda kombinace „neinvestičního“ životního

⁴⁸ Finance.cz. *Spoření na důchod ve III. pilíři* [online] [cit. 2014-11-3]. Dostupný z WWW: <<http://www.finance.cz/duchody-a-davky/penzijni-pripojisteni/abeceda-penzijniho-pripojisteni/>>

pojištění a „čistokrevného“ spořicího produktu nebude způsobilá uspokojit potřeby střadatele lépe, než tento moderní hybrid.

2.3 Vhodné nástroje investování

Největšími rozdíly vložení finančních prostředků do nástrojů investování oproti spoření je výrazně vyšší rizikovost a také výnosnost této možnosti. Zatímco při sjednávání spoření je střadateli nabídnuta úroková míra dopředu a (ve většině případů) také zaručena, u nástrojů investování je budoucí úroková míra pouze věcí odhadů. Nástroje investování jsou výrazně více volatilní a z tohoto důvodu také daleko rizikovější. Při investicích do nástrojů investování je tedy riziko znehodnocení vložených prostředků zcela reálné a každý racionální investor musí s touto eventualitou počítat. Tato rizikovost je však odměněna již zmíněnou výrazně vyšší potenciální výnosností. Současný svět finančních trhů nabízí velké množství nástrojů investování, které se liší jak výnosností, rizikovostí a likviditou, tak složitostí své konstrukce. Které nástroje investování z celé plejády popsané v první kapitole by tedy byly pro našeho modelového investora vhodné?

2.3.1 Akcie

Přesnou definici tohoto nástroje investování přináší zákon o obchodních korporacích v §256 odstavci prvním. „*Akcie je cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se podle tohoto zákona a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při jejím zrušení s likvidací.*“⁴⁹ Zde jsou vymezena tři nejdůležitější práva spojená s vlastnictvím akcie. Akcionář se podílí na řízení společnosti prostřednictvím účasti a hlasováním na valné hromadě, o jejímž konání musí být předem informován. Váha hlasu akcionáře se odvozuje od jmenovité hodnoty akcie. Vzhledem k tomu, že náš modelový investor pořizuje do svého portfolia akcie především jako investici, lze předpokládat, že pro něj toto právo nebude mít příliš velkou hodnotu. Naproti tomu právo podílu na zisku společnosti, které mu vlastnictví akcie taktéž zaručuje, bude mít

⁴⁹ Česko. Zákon č. 90 ze dne 25. ledna 2012, o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích). In *Sbírka zákonů, Česká republika*. 2012, částka 34, str. 1370 – 1482. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=6145>>. ISSN 1211 – 1244

pro něj hodnotu značnou. V případě, že valná hromada rozhodne o výplatě zisku nebo jeho části akcionářům ve formě dividendy, bude mít investor právo na poměrnou část. Toto činí z akcií jeden z několika nástrojů investování, které poskytují výnos již během své držby. Některé společnosti jsou pro svou politiku pravidelných výplat dividend mezi investory obzvláště ceněny. Právo podílet se na likvidačním zůstatku společnosti získává na důležitosti až ve chvíli, kdy akciová společnost zanikne a nároky všech věřitelů jsou již uspokojeny. Vzhledem k tomu lze předpokládat, že náš investor tohoto svého práva nejspíš nikdy nevyužije.⁵⁰

Předpokládejme, že slovem „akcie“ rozumíme „akcie obchodované na burzách“. Výnosem akcií pro investora je výše uvedená dividendy jakožto běžný výnos a rozdíl mezi nákupní cenou a cenou při prodeji, jakožto výnos kapitálový. Který z těchto druhů výnosu bude pro investora významnější, záleží na jeho investiční strategii (má-li například za cíl dosáhnout co nejvyššího pravidelného příjmu, bude pro něj dividendová politika významnějším faktorem, než předpokládaný růst hodnoty akcie). Lze však říci, že pro většinu účastníků trhu představuje potenciální kapitálový výnos významnější faktor a dividendy bude spíše faktorem doplňkovým. Kolísání tržní hodnoty na burzách je také zdrojem rizikovosti tohoto nástroje investování. Aktuální tržní cena akcie je poměrnou částí tržní hodnoty společnosti, která akcii vydala po zohlednění jejího očekávaného budoucího vývoje a její dividendové politiky. K analýze akciového titulu a jeho budoucího vývoje lze přistupovat několika způsoby.

Fundamentální analýza

Jak již název napovídá, jde o analýzu „fundamentu“, tedy podstatných faktorů ovlivňujících kurz. Tento přístup k analýze je nejstarším, nejkompaktnějším a do současnosti také nejoblíbenějším přístupem, jde však také o přístup nejsložitější a nejnáročnější na vstupní informace a schopnosti analytika. Rozsah fundamentální analýzy je značně široký a přesahuje akcii a jejího emitenta. Komplexní analýza je prováděna na třech úrovních: globální, odvětvové a firemní. V úvahu je vzato široké spektrum faktorů: od finančních, jako je rentabilita, očekávané zisky, dividendová politika, zadluženost a likvidita společnosti až ke geopolitickým, jako jsou politická a sociální situace trhů, na kterých společnost působí, demografická struktura atd. Správně

⁵⁰ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a akt. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9, str. 230 – 233.

provedená fundamentální analýza by měla poskytnout odpověď na otázku, které akcie jsou trhem podhodnoceny (oproti jejich vnitřní – fundamentální – hodnotě), které nadhodnoceny a které jsou obchodovány za odpovídající kurz. Na rozdíl od dalších přístupů může fundamentální analýza poskytnout informace také o tom, proč tomu tak je. Nevýhodou tohoto přístupu je značná časová náročnost, náročnost na kvalitu a množství potřebných informací a v neposlední řadě nároky na kvalitu a zkušenosti toho, kdo analýzu provádí.⁵¹

Technická analýza

Tento přístup k analýze je založen na rozboru minulého vývoje daného akciového titulu a na podrobném zkoumání grafů jeho vývoje. Analytik se snaží odhalit trendy a schémata v chování a podle nich určit budoucí vývoj. Technická analýza je založena na třech tezích: akciové kurzy odrážejí všechny známé a relevantní informace o titulu, v pohybu kurzů existují vzory, které jsou analytikům známy a že se historie opakuje. Fundamentální faktory zde nejsou předmětem zájmu – podle technické analýzy trh tyto faktory již vzal v úvahu a odrazil v cenách obchodovaných titulů. Důležitější tak je sledovat pohyb a aktivitu na trhu samotném, neboť do něj se promítají i neracionální, nepředvídatelné faktory, jako je chování účastníků. Pro tento druh analýzy bylo vyvinuto velké množství grafických a matematických nástrojů (například svícové grafy a klouzavé průměry kurzů), které by měly odhalovat trendy a pomoci předvídat budoucí vývoj kurzů. Problémem tohoto přístupu je, že byť na trzích skutečně existují odhalitelné a popsatelné trendy a historie se opakuje, neopakuje se přesně. V určitých okamžicích významných anomálií – nebo v případě zrodu dosud nepopsaného trendu – technická analýza zcela ztrácí svou vypovídací hodnotu. Její jednoduchost a menší náročnost na vstupní informace z ní však činí dobrým pomocníkem pro každodenní obchodování na trzích.⁵²

Psychologická analýza

Oba předešlé přístupy jsou však založeny na předpokladu existence efektivních trhů a na tom, že se jejich účastníci chovají racionálně. Zkoumání skutečného chování obchodníků – zejména v dobách velkých poruch trhu jako byla například nedávná

⁵¹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a akt. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9, str. 310.

⁵² Tamtéž, str. 465 – 467.

globální finanční krize – ukazuje, že tomu tak vždy není. Do hry tak vstupuje třetí přístup, kterým je tzv. psychologická analýza. Ta nezkoumá titul samotný, nýbrž aktéry trhů – investory a spekulanty. Výchozím předpokladem zde je, že pohyb kurzů na trhu je důsledkem chování jeho účastníků, přičemž určujícím faktorem pro toto jejich chování je jejich psychika. Psychologická analýza se snaží účastníky segmentovat na různé skupiny a popsat chování účastníků v těchto skupinách i chování skupin jako celků. Ze všech tří druhů analýz je ta psychologická nejméně exaktní a je tak spíše doplňkovým, pomocným nástrojem. V některých okamžicích, kdy se trhy chovají značně nestandardně, může však přinést pochopení a usnadnit předpověď budoucího vývoje.⁵³

Při investičním rozhodování je vedle současné a předpokládané budoucí tržní hodnoty, volatility a likvidnosti důležité také, na kterém trhu je daný akciový titul kotován. V případě, že se investor rozhodne umístit své finanční prostředky na zahraničním akciovém trhu, musí vzít v úvahu riziko nepříznivého vývoje směnného kurzu mezi domácí měnou a měnou, ve které se na daném trhu obchoduje. Potenciální výnos na zahraničním trhu by měl odpovídat rizikovosti pořízeného titulu zvýšené o kurzové riziko. Pro české investory je toto obzvláště významné, neboť nerozvinutost domácího akciového trhu je bude zřejmě nutit poohlédnout se po zajímavých investičních příležitostech v zahraničí. Toto rozhodnutí však bude pro investora znamenat také nezanedbatelný nárůst poplatků spojených s obchodováním.

Burzovní indexy

Indexy jsou syntetické ukazatele sloužící ke sledování vývoje celého trhu (či jeho segmentu) a představují tak významný zdroj informací pro investory. Pro jejich výpočet je užito předem známého vzorce a jejich vývoj je založen na vývoji několika vybraných akciových titulů. Burzy obvykle publikují alespoň jeden „hlavní“ index, do kterého jsou zařazeny nejvýznamnější akcie obchodované na daném trhu (posuzováno zpravidla podle jejich likvidnosti) a které jsou váženy podle své tržní kapitalizace (tedy podle toho, jak významnou část trhu představují). Investování do celých indexů – ať už

⁵³ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a akt. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9, str. 518 – 519.

pomocí například investičních certifikátů či výběrem titulů tvořících index – je vhodným nástrojem pro investování „napříč trhem“.⁵⁴

Při sledování vývoje indexů je třeba vzít v úvahu jak tituly, které jsou do něj zařazeny, tak způsob konstrukce indexu. V zásadě existují dvě možnosti, jak akciový index konstruovat. První z nich je tzv. cenový index (price index), při jehož kalkulaci jsou vzaty v úvahu pouze kurzy do něj zařazených titulů. Takto konstruované indexy jsou významné pro investory s relativně krátkým investičním horizontem. Druhou možností konstrukce je tzv. výnosový index (total return index), kde jsou vedle kurzů zohledněny také dividendy vyplácené emitenty zařazených titulů (předpokládá se, že tyto dividendy jsou okamžitě investovány zpět do titulů tvořících index). Vzhledem k tomu, že jsou dividendy vypláceny zpravidla jednou ročně (některé společnosti však vyplácejí dividendu i jednou za půl roku či dokonce kvartálně), má takto konstruovaný index vypovídací hodnotu pro investory s delším investičním horizontem. Velké světové burzy však často pro stejný soubor akcií zveřejňují indexy konstruované oběma způsoby.

Burza cenných papírů Praha, a.s. a indexy PX

Burza cenných papírů Praha, a.s. (BCPP) je nejstarším a největším organizátorem trhu s cennými papíry na území České republiky. Po padesátileté nucené přestávce, způsobené nejprve druhou světovou válkou a následně nástupem komunistického režimu, byla její činnost obnovena v roce 1993. Avšak BCPP navazuje na Pražskou bursu pro zboží a cenné papíry, která zahájila svou činnost již v roce 1871. Jedná se o právnickou osobu, která je na základě povolení od ČNB oprávněna organizovat trh s investičními nástroji pro osoby oprávněné uzavírat burzovní obchody. Obchodování na BCPP je organizováno na členském principu a probíhá tedy prostřednictvím licencovaných obchodníků s cennými papíry, kteří jsou členy burzy (jedná se především o významné banky a makléřské společnosti). Rozhodne-li se tedy běžný investor investovat na BCPP, musí tak učinit prostřednictvím některého ze členů burzy.

⁵⁴ BUDÍK, Josef. *Finanční investování*. 1. vyd. Praha : Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2011. ISBN 978-80-7408-047-0, str. 101 – 102.

K 30. prosinci 2013 bylo na akciovém trhu BCPP obchodováno 26 titulů v celkové tržní kapitalizaci necelých 1,094 bilionu Kč.⁵⁵ Burza cenných papírů Praha, a.s., používá v současnosti dva akciové indexy: index PX, který v březnu 2006 nahradil index PX 50 (avšak převzal jeho historii) a index PX-GLOB. Index PX je cenový index vybraných nejdůležitějších akciových titulů (v současnosti je do indexu zařazeno 13 titulů představujících přibližně 30% celkové kapitalizace trhu) počítaný nepřetržitě od 5. dubna 1994. Počet základních emisí je proměnlivý a počáteční hodnota byla nastavena na úroveň 1000 bodů. Index PX-GLOB je taktéž cenový index s proměnlivým počtem základních emisí, avšak počítaný za všech emisí akciových titulů na BCPP obchodovaných. Byl zaveden 30. září 1994.⁵⁶ Oba indexy jsou vypočítávány podle následujícího vzorce:

$$PX_t = K_t \times \frac{M_t}{M_0} \times 1000$$

PX_t – hodnota indexu PX nebo PX-GLOB

K_t – faktor zřetězení v čase t, který zohledňuje změny provedené v bázi indexu

M_t – tržní kapitalizace báze v čase t

M_0 – tržní kapitalizace báze v základním, výchozím období

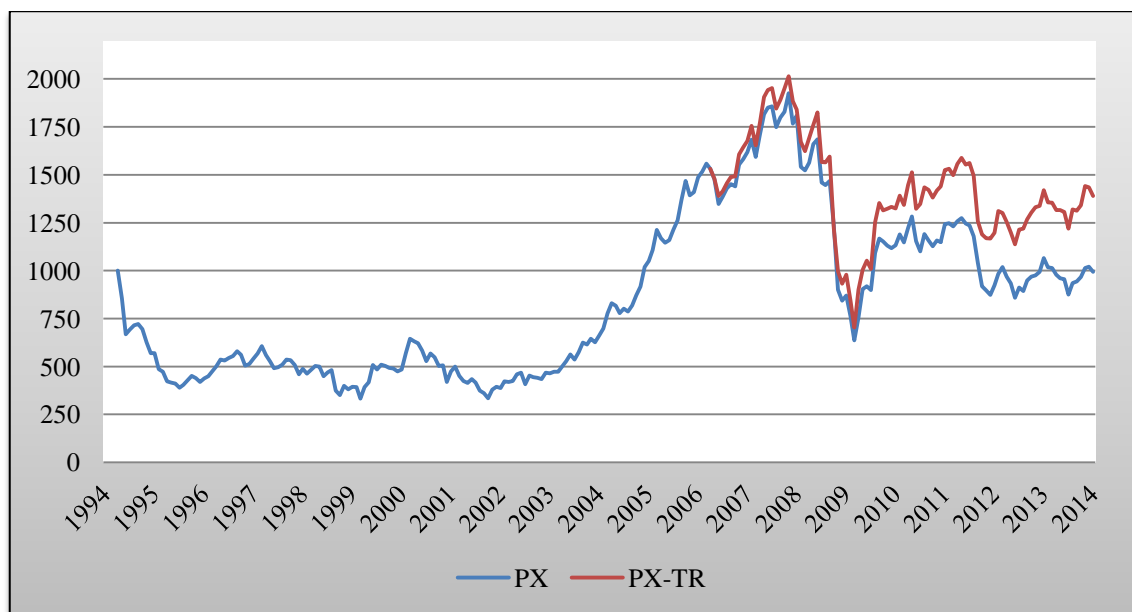
Zdroj: VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a akt. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9, str. 131

Burza cenných papírů Praha, a.s. pravidelně po konci každého obchodního dne zveřejňuje závěrečné hodnoty indexů PX (v cenové i výnosové variantě) a PX-GLOB. Analýza historického vývoje zejména hlavního indexu PX poskytuje dobrou představu o kondici pražského akciového trhu a o jeho schopnosti plnit očekávání investorů.

⁵⁵ Burza cenných papírů Praha, a.s. *Tržní kapitalizace akciového trhu ke dni 30. 12. 2013* [online][cit. 2. 1. 2014]. Dostupný z WWW: <<http://www.bcpp.cz/Statistika/Trzni-Kapitalizace-Akcii-PL/>>

⁵⁶ Burza cenných papírů Praha, a.s. *Burzovní indexy* [online][cit. 2. 1. 2014]. Dostupný z WWW: <<http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Burzovni-Indexy>>

Graf 2: Vývoj indexů PX a PX-TR od začátku jejich zveřejňování do současnosti



Zdroj: Vlastní graf, data: Burza cenných papírů Praha, a.s. <<http://www.bcpp.cz/>>

Podílové fondy

Pro investora, který má v úmyslu investovat do akcií, avšak z nějakého důvodu buď nedůvěřuje vlastnímu úsudku, nebo není ochoten investování obětovat dostatek času, existuje možnost vložit své prostředky do některé podílového fondu. Podílové fondy jsou jedním z druhů kolektivního investování, které však sami o sobě nedisponují právní subjektivitou. Tu má pouze investiční společnost, které vytvářejí a obhospodařují podílové fondy. Jedna investiční společnost zpravidla nabízí širokou paletu fondů pro různé druhy investorů. Fondy zabývající se investicemi do akcií jsou vnímány jako ty nejrizikovější a s nejdelším investičním horizontem (pět let a více). Mezi podílovými fondy investujícími do akcií i u téže investiční společnosti však může být značný rozdíl ve výkonnosti – záleží na geografickém zaměření fondu, na odvětvích do kterých investuje a také na investiční strategii. Výhodou podílových fondů je také to, že poplatky budou ve srovnání se samostatným investováním pro investora nižší, a to – v případě investování do zahraničních akcií – často i výrazně.

Drobní investoři nakupují od investiční společnosti podílové listy, čímž se stávají podílníky na majetku daného podílového fondu. V ČR existují dva typy podílových fondů: uzavřený a otevřený. V případě uzavřeného fondu nemá podílník právo po dobu trvání fondu na odprodej podílového listu zpět investiční společnosti (a

chce-li tedy svoji účast ukončit, musí podílový list prodat na sekundárním trhu). U otevřených podílových fondů toto právo existuje a odpovídá mu povinnost investiční společnosti podílový list od podílníka za předem dohodnutých podmínek kdykoliv odkoupit. V České republice je dnes drtivá většina podílových fondů otevřených. Hodnota podílového listu se odvíjí od současné hodnoty majetku podílového fondu. Vzhledem k tomu, že investiční společnosti pracují s prostředky drobných investorů, podléhá jejich činnost regulaci a státnímu dohledu. Statut každého podílového fondu v ČR musí být schválen Českou národní bankou, která je zároveň dozorovým orgánem nad investičními společnostmi a podílovými fondy.⁵⁷

Mohlo by se zdát, že využít služeb podílového fondu, vedeného profesionálním portfolio manažerem, je pro drobného investora výrazně výhodnější než investovat do akcií tak řečeno „na vlastní pěst“. Vzhledem ke své erudici a zkušenostem by bylo lze předpokládat, že profesionální manažeři fondů budou dosahovat větší výkonnosti investic než neprofesionální investor. Tato problematika je však daleko složitější. Portfolio manažeři se snaží nalézt nejlepší možnou investici a snaží se tak umístění peněz na trh časovat, vybírají mezi jednotlivými odvětvími a tituly od kterých očekávají růst a obecně je jejich investiční strategie daleko aktivnější. V případě, že to status podílového fondu umožňuje, se mohou uchýlovat i ke spekulacím. To má za následek sice znatelně vyšší výnosy v dobách růstu (a tam, kde je zdatný portfolio manažer), ale také daleko výraznější ztráty v dobách poklesu (a tam, kde je fond řízen špatným manažerem). Je tedy možné, že drobný investor může svou konzervativnější a pasivnější strategií dosáhnout lepších výsledků, než profesionálové.

Analýza dlouhodobé výkonnosti českých podílových fondů tuto domněnku potvrzuje. Vezmeme-li v úvahu období od 1. ledna 2006 do 31. prosince 2013 (tzn. osm let), pouze čtyři fondy dosáhli kladného ročního zhodnocení – 0,38% p. a.⁵⁸ (fond Responsible Stock America od ERSTE-SPARINVEST nabízený v ČR Českou spořitelnou), 3,33%⁵⁹ p. a. (fond OPF Globálních značek od ČP INVEST investiční

⁵⁷ RAJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3. rozš. vyd. Ostrava : KEY Publishing s.r.o., 2011. ISBN 978-80-7418-128-3, str. 113 – 114.

⁵⁸ ERSTE Asset Management. *Privátní investoři – informace o fondech* [online] [cit. 2014-11-10]. Dostupný z WWW: <http://www.erste-am.cz/cz/Privatni_investori/informace_o_fondech>

⁵⁹ ČP INVEST. *Fond globálních značek ČP INVEST* [online] [cit. 2014-11-10]. Dostupný z WWW: <<http://www.cpinvest.cz/produkty/investice-v-czk/fondy/fond-globalnich-znacek-cp-invest.html>>

společnosti), 4,68% p. a.⁶⁰ (fond OPF Farmacie a biotechnologie taktéž od ČP INVEST) a konečně 6,72% p. a.⁶¹ (fond TOP STOCKS od Investiční společnosti České spořitelny). Na českém trhu však působí akciových podílových fondů několik desítek a tak lze tento výsledek považovat za velké zklamání. Jednoznačnou příčinou je globální finanční krize, která z většiny fondů ukrojila značnou část jejich majetku. V případě stejné analýzy, avšak s obdobím začínajícím na vrcholu krize nebo těsně po ní, se lze v mnoha případech dobrat dvojciferných výnosů. Nicméně vzhledem k délce investičního horizontu našeho modelového investora i vzhledem k doporučenému investičnímu horizontu při investicích do akcií (pět a více let) nelze události let 2008 a 2009 ignorovat. Lze předpokládat, že se podobné události budou za dobu produktivního života našeho modelového investora ještě několikrát opakovat. Dosažený roční „výnos“ osmiletého analyzovaného období je tedy věrnějším zobrazením dlouhodobé výkonnosti akciových podílových fondů nabízených na českém trhu.

2.3.2 Dluhopisy

Tímto druhem nástroje investování se zabývá zvláštní zákon (č. 190/2004 Sb. o dluhopisech). Ten v §2 odstavci prvním přináší jeho vymezení: „*Dluhopis je cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír vydaný podle českého práva, s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky odpovídající jmenovité hodnotě jeho emitentem, a to najednou nebo postupně k určitému okamžiku, a popřípadě i další práva plynoucí ze zákona nebo z emisních podmínek dluhopisu (dále jen „emisní podmínky“)*“.⁶² Emise dluhopisů je vedle úvěrů hlavním způsobem získávání peněžních prostředků dlužníky. Na rozdíl od úvěrů „*nabídka dluhopisů znamená poptávku po peněžních prostředcích (zapůjčitelných fondech); poptávka po dluhopisech pak představuje jejich nabídku*“.⁶³ Doba životnosti dluhopisu je předem stanovena a její délka je jedním ze základních rozlišovacích kritérií dluhopisů. Můžeme rozlišit dluhopisy krátkodobé se splatností do

⁶⁰ ČP INVEST. *Fond farmacie a biotechnologie ČP INVEST* [online] [cit. 2014-11-10]. Dostupný z WWW: <<http://www.cpinvest.cz/produkty/investice-v-czk/fondy/fond-farmacie-a-biotechnologie-cp-invest.html>>

⁶¹ Investiční společnost České spořitelny. *Interaktivní graf* [online] [cit. 2014-11-10]. Dostupný z WWW: <http://www.iscs.cz/web/Interaktivni_graf_hp>

⁶² Česko. Zákon č. 190 ze dne 1. dubna 2004, o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů. In *Sbirka zákonů, Česká republika*. 2004, částka 63, str. 2888 – 2901. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=4367>>. ISSN 1211 – 1244

⁶³ RAJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3. rozš. vyd. Ostrava : KEY Publishing s.r.o., 2011. ISBN 978-80-7418-128-3, str. 375.

jednoho roku (zpravidla jsou jimi nástroje peněžního trhu), střednědobé se splatností od jednoho roku do pěti let a dlouhodobé se splatností delší než pět let (poslední dva druhy jsou nástroji kapitálového trhu). Vedle těchto tří existují ještě dluhopisy s velmi dlouhou dobou splatnosti (v desítkách let) a také tzv. věčné dluhopisy, které nedosáhnou maturity nikdy.

Výnos z dluhopisu má zpravidla dvě podoby: rozdíl mezi nominální hodnotou splacenou v době maturity a emisním kurzem a tzv. kupónovou platbu, placenou emitentem věřiteli pravidelně jednou, dvakrát či čtyřikrát za rok. Oba tyto výnosy jsou vzaty v úvahu, přepočítány na poměr k pořizovací ceně a vyjádřeny jako roční výnosnost dluhopisu (v procentech). Toto výnosové procento („úroková míra dluhopisu“) je roční nákladnost zapůjčených fondů pro emitenta a zároveň skutečný nominální roční výnos věřitele. Nejjednodušší konstrukcí kupónového dluhopisu jsou dluhopisy s pevným úročením (straight coupon bonds). Jde o klasický a nejstarší druh dluhopisu (proto je občas nazýván jako „vanilla“), kde kupónová platba je stanovena pevně předem a nominální hodnota je zpravidla splacena jednorázově v době maturity. Jistou inovací jsou dluhopisy s proměnlivým úročením (floating rate notes), kde je kupónová platba proměnlivá. Toho je dosaženo svázáním výše kupónové platby s nějakou referenční veličinou, která se v čase mění. Touto referenční veličinou často bývá mezibankovní úrokové sazby, jako jsou například PRIBOR (Prague Interbank Offered Rate) či LIBOR (London Interbank Offered Rate). Dalším běžným druhem dluhopisu na trzích je dluhopis s nulovým zúročením (zero coupon bonds). Jde o dluhopisy bez kupónové platby, takže jediným příjmem věřitele je zde rozdíl emisního kurzu a nominální hodnoty. Jde tedy o dluhopisy nejvíce citlivé na kurzové riziko.

Dluhopisy je také možné dělit z hlediska jejich emitenta – zda jde o subjekt z veřejného či privátního sektoru. Privátními subjekty jsou banky ostatní společnosti. Banky zpravidla operují s dluhopisy krátkodobými (nástroji peněžního trhu) za účelem řízení likvidity. Firmy v pozicích emitenta se naopak k operacím s dluhopisy uchylují jako k alternativě k bankovním úvěrům – tedy ve chvílích, kdy potřebují získat finanční prostředky zejména pro dlouhodobé investiční projekty. Jimi emitované dluhopisy jsou tak dlouhodobějšího charakteru a jsou tedy umístovány na kapitálový trh. Z veřejného sektoru jsou v ČR emitenty dluhopisů stát, Česká národní banka a územně samosprávné celky (ty však pouze po schválení emisních podmínek ČNB). Zejména stát a ČNB

emitují jak krátkodobé, tak dlouhodobé dluhopisy, územně samosprávné celky emitují výhradně dlouhodobé dluhopisy. Dlouhodobé dluhopisy jsou veřejným sektorem emitovány za účelem financování schodků veřejných rozpočtů a za účelem obsluhy veřejného dluhu.⁶⁴

Rating dluhopisů

Jako u každého jiného nástroje investování je i u dluhopisů klíčovým aspektem riziko. Přestože jsou dluhopisy ve srovnání s ostatními nástroji investování považovány za jeden z vůbec nejbezpečnějších instrumentů, existují zde značné rozdíly. Lze říci, že bezpečnějšími jsou dluhopisy emitované subjektem z veřejného sektoru (za nejbezpečnější jsou považovány státní dluhopisy silných ekonomik) a dluhopisy s kratší dobou splatnosti. Nejbezpečnější jsou tak státní pokladniční poukázky světových ekonomických velmocí (USA, Německo, Japonsko atd.) a nejméně bezpečné jsou korporátní dluhopisy s velmi dlouhou dobou splatnosti. Toto je však jen velmi hrubé rozdělení a pro kvalifikované investiční rozhodnutí je třeba zkoumat konkrétní dluhopis daleko pečlivěji.

Vzhledem k množství emitentů na globálních kapitálových trzích, ke složitosti konstrukce některých dluhových nástrojů i k obtížnosti problematiky samotné se mezi investory staly velmi populárními hodnocení tzv. ratingových agentur. Ratingová agentura je nezávislý komerční subjekt, který vydává hodnocení konkrétního dluhopisu (a v dnešní době i dalších nástrojů investování) z hlediska schopnosti emitenta splnit své závazky řádně a včas. Agentury hodnotí emitenta podle řady kvalitativních faktorů, mezi které patří například kvalita managementu firmy, struktura podnikatelské činnosti a obchodní model, konkurenční prostředí, technologická a technická úroveň společnosti ale i stav odvětví a makroekonomické faktory společnost ovlivňující. Vedle toho jsou emitenti hodnoceni i z hlediska různých kvantitativních kritérií, jako jsou například vývoj ziskovosti, obchodních marží, zadluženosti a dalších ukazatelů finanční analýzy. Při hodnocení se agentura opírá nejen o veřejně dostupné údaje, ale i o interní materiály emitenta, ke kterým běžný investor nemá přístup (toto je možno považovat za jeden z hlavních přínosů ratingu). Po zpracování celého hodnocení je ratingovou agenturou

⁶⁴ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a akt. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9, str. 247 – 250.

udělena dluhopisu známka, která ho zařadí do jednoho z pásem rizikovitosti. Tato pásma jsou vymezena podle pravděpodobnosti, s jakou subjekt splní své závazky řádně a včas.

V současnosti působí ve světě přes 130 ratingových agentur. Tři agentury však lze považovat za výrazně důležitější – a vlivnější – než všechny ostatní: jsou jimi agentury Fitch, založená v roce 1913, Moody's, založená v roce 1914 a Standard & Poor's, založená v roce 1916. Ratingové známky udělené těmito společnostmi lze považovat za nejkvalitnější a za nejvěrněji odrážejícími skutečnost. Každá z těchto společností sice používá svou škálu známek, avšak jednotlivé stupně jsou navzájem srovnatelné. Nedávná ekonomická krize však přinesla jisté pochybnosti o nezájatosti ratingových agentur a o validitě jimi poskytovaných informací.⁶⁵

Tabulka 1: Srovnání ratingových stupnic třech nejvýznamnějších ratingových agentur

Moody's	Standard & Poor's	Fitch	Slovní popis
INVESTIČNÍ STUPEŇ			
1. Vysoký stupeň			
Aaa	AAA	AAA	Nejvyšší kvalita, velmi vysoká schopnost emitenta plnit závazky, úrokové platby jsou kryty vysokou marží.
Aa	AA	AA	Vysoká kvalita, dobrá schopnost emitenta plnit závazky, marže pro krytí úrokových sazeb je nižší (pravděpodobnost defaultu cca 2,5% za 20 let).
2. Průměrný stupeň			
A	A	A	Vyšší střední kvalita, adekvátní předpoklady pro splnění povinností (pravděpodobnost defaultu cca 4,3% za 20 let).
Baa	BBB	BBB	Přiměřená schopnost plnit závazky, změny vnějších podmínek však mohou snížit platební schopnost dlužníka (pravděpodobnost defaultu cca 10% za 20 let).
SPEKULATIVNÍ STUPEŇ			
3. Spekulativní			

⁶⁵ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a akt. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9, str. 257 – 259.

Ba	BB	BB	Závazky obsahují spekulativní prvky. Budoucí plnění povinností je nejisté (pravděpodobnost defaultu cca 36,5% za 20 let).
B	B	B	Plnění závazků v dlouhém období je nejisté (pravděpodobnost defaultu je 54,5% za 10 let).
4. Promeřkané			
Caa	CCC	CCC	Nízká kvalita, nebezpečí pro splacení.
Ca	CC	CC	Vysoce spekulativní dluhopisy.
C	C	C	Velmi malá pravděpodobnost úplného splacení. Většina plateb v prodlení.
	D	DDD DD D	Velmi nebezpečné dluhopisy. Všechny platby v prodlení nebo nesplacitelné.

Zdroj: VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a akt. vyd.

Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9, str. 260.

2.3.3 Zlato

Ze všech reálných nástrojů investování – komodit – je zlato pravděpodobně tím nejoblíbenějším mezi neprofesionálními investory. Vzhledem ke své relativně vysoké likvidnosti je také k neprofesionálním investorům tento nástroj přívětivý. Se zlatem se obchoduje na burzách celého světa téměř 24 hodin denně a díky své schopnosti dobře uchovávat hodnotu by se tak nemělo stávat, že by investor měl problém své zlato rychle přeměnit na hotovost. Pokud budeme uvažovat zlato pouze jako reálný nástroj investování (vedle toho existuje ještě poptávka po zlatě jako po průmyslovém kovu a také ze strany šperkařů), obchoduje se s tzv. investičním zlatem. Tím jsou uzanční slitky (hovorově „cihly“) a některé druhy mincí. V případě slitků jde o kov v ryzosti 99,5% či 99,99%, u mincí může být i nižší. Zlaté šperky, umělecké předměty a kov určený pro využití v průmyslu se za investiční zlato nepovažují. Základní jednotkou, v které se investiční zlato obchoduje, je tzv. trojská unce (odpovídající 31,1034807 gramům) kotovaná v amerických dolarech. Z tohoto důvodu jsou mezi investory oblíbené zejména slitky o hmotnosti násobků trojské unce, které umožňují snadnou orientaci

v jejich aktuální hodnotě. Tím zřejmě nejznámějším je slitek o hmotnosti 400 trojských uncí (12,5 kg) s vyraženými značkami tavírny a prubíře.

Zlato je obecně považováno za mimořádně konzervativní investici. Investoři ho většinou používají k ochraně svého majetku před znehodnocením a jako „kotvu“, která má vyvažovat celkovou rizikovost jejich portfolií. Zlato je tradičně považováno za „bezpečný přístav“ v dobách politické či ekonomické nestability. Zlato je také velmi dobrou ochranou před vysokou inflací a klesající hodnotou akcií. Vzhledem ke své obecné pověsti jakožto stabilního nástroje s vysokou vnitřní hodnotou má zlato tendenci růst v době poklesu ostatních finančních trhů. Negativní korelace mezi zlatem a americkým dolarem, nízká korelace mezi zlatem a akciovými trhy a malá závislost vývoje zlata na hospodářských cyklech jsou dobře zdokumentovány. Zlato tak může zmenšovat ztráty investora utrpěné v důsledku poklesu hodnoty ostatních součástí jeho portfolia a uchovávat hodnotu v dobách růstu. Nevýhodou investice do zlata je fakt, že z držby zlata neplynou žádné běžné výnosy a naopak jeho držba může být spojena s poměrně vysokými transakčními náklady (na uchování, na přepravu atd.). Problém transakčních nákladů částečně řeší investice do zlatých certifikátů, u kterých obchodování s podkladovým zlatem není spojeno s fyzickým přesunem kovu k majiteli. Ty však na druhou stranu snižují bezpečnost tohoto druhu investice, neboť, zejména při významných negativních událostech jako je například válka, může mít investor problém se svého zlata domoci.⁶⁶

2.4 Investiční strategie a modelové portfolio

2.4.1 Vhodná investiční strategie

Investiční strategie obecně znamená investorův plán, kterým se řídí jednotlivá investiční rozhodnutí. Formulace konkrétní strategie je založeno na investičních cílech, toleranci rizika a potřeb budoucího kapitálu konkrétního investora. Komponenty investiční strategie zahrnují výběr nástrojů investování do portfolia, nákupní a prodejní pravidla a formulaci vztahu k riziku.⁶⁷ Z pohledu zhodnocování majetku lze formulovat

⁶⁶ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnová a kurzová politika*. 1. vyd. Praha : GRADA Publishing, a.s., 2013. ISBN 978-80-247-4516-9, str. 423 – 427.

⁶⁷ Investopedia. *Dictionary – Investment Strategy* [online] [cit. 2014-11-16]. Dostupný z WWW: <<http://www.investopedia.com/terms/i/investmentstrategy.asp>>. Vlastní překlad.

tři generické strategie: růstovou, jejímž cílem je růst hodnoty portfolia, výnosovou, jejímž cílem je získat pravidelný příjem z investice a růstově – výnosovou, která kombinuje obě předešlé strategie. Z pohledu vztahu k riziku je možné rozlišit strategie dynamické, zaměřené na rychlý růst hodnoty za cenu vyššího rizika, vyvážené, zaměřené na dlouhodobý růst při přiměřeném riziku a konzervativní, zaměřené na ochranu bohatství před inflací při minimálním riziku. Pro formulování strategie je také podstatné, zda veškeré finanční prostředky budou investovány jednorázově nebo zda bude investor vkládat pravidelně menší částky.⁶⁸

Z výše řečeného je patrné, že každá investiční strategie je šitá na míru konkrétnímu investorovi. Vrátime-li se k příkladu našeho modelového investora z kapitoly 2.1, můžeme nyní vytvořit zcela konkrétní a pro něj vhodnou strategii.

Pravidelnost investice

Náš modelový investor nemá z počátku žádné významné uspořené prostředky, bude tedy pravidelně investovat menší částky. Tato struktura jeho investování je důležitá, neboť ovlivňuje veškeré další atributy. Všechny průměrné výnosy uvedené v příkladech této i předešlých kapitol jsou kalkulovány s přihlédnutím k této struktuře.

Rizikovost a růst hodnoty portfolia

Vzhledem k mimořádně dlouhému investičnímu horizontu není možné vytvořit jedinou strategii, která by pokryla všechny potřeby našeho investora. Přístup k riziku – a tedy i očekávaný výnos – se budou měnit podle životní fáze, ve které se bude investor nacházet. Lze předpokládat, že mladý člověk bez závazků snese výrazně vyšší míru rizika než otec ve zralém věku, na jehož příjmu a úsporách jsou závislé jeho nedospělé děti. Z toho plyne i limit rizikovosti portfolií pro jednotlivé etapy života. V počátku lze tedy volit výrazně agresivnější přístup, který slibuje vysoké zhodnocení. Tak jak bude náš investor stárnout, bude třeba snižovat rizikovost portfolia a celou investiční strategii upravovat směrem k vyvážené a později k defenzivní, jejímž smyslem bude již jen chránit akumulované bohatství před inflací. Je zde také třeba zmínit, že jednou z vůbec nejlepších „investic“ na stáří je zakoupení vlastní obytné nemovitosti. Vlastní bydlení jednak přináší životní i finanční stabilitu, jednak výrazně šetří výdaje (ať už ve formě

⁶⁸ Penize.cz. *Investiční strategie* [online] [cit. 2014-11-18]. Dostupný z WWW: <<http://www.penize.cz/15948-investicni-strategie>>

úroků z hypotéčního úvěru či nájemného). Reality jsou také výborným uchovatelem hodnoty. Předpokládejme, že náš modelový investor žádnou takovouto nemovitost nevlastní. Je rozumné tuto okolnost tedy do počáteční investiční strategie zahrnout a upravit ji tak, aby poskytla investorovi možnost co nejrychleji získat prostředky na nákup vlastního bydlení.

V průběhu celého produktivního života našeho modelového investora je tedy možné rozlišit čtyři „fáze“, v kterých se investiční strategie budou od sebe navzájem zásadně lišit. V první fázi – tj. v době rané dospělosti a začátku profesního života – lze akceptovat značně agresivní strategii, zaměřenou na rychlý růst hodnoty. V druhé fázi bude celková rizikovost o něco snížena, avšak primárním cílem zůstane růst hodnoty portfolia. Ve třetí fázi – řekněme tedy ve „středním věku“ investora – lze předpokládat, že veškerá rozhodnutí ovlivňují nejen jeho, ale i členy rodiny na něm závislé. Jeho investiční strategie bude tedy vyvážená, zaměřená na dlouhodobý růst hodnoty („budování bohatství“) při přiměřeném riziku. V poslední fázi jeho produktivního života bude jeho investiční strategie jednoznačně konzervativní – zaměřená na ochranu životních úspor a všech dosavadních výnosů před inflací při co nejmenším riziku.

Výběr nástrojů, nákupní a prodejní pravidla

Cílům a požadavkům našeho modelového investora nejlépe vyhovují nástroje uvedené v kapitole 2.3, tzn. akcie, dluhopisy a investiční zlato. Ze spořicíh produktů není vhodné zařadit žádný, neboť vzhledem k relativně vyšším úrovním investovaných finančních prostředků nabízejí spořicí produkty výrazně nižší budoucí výnos než nástroje investování a jejich likvidnost je zpravidla také nižší. Ani relativní bezpečnost spořicíh produktů není – vzhledem k definované investiční strategii – příliš lákavá (s výjimkou konzervativní strategie v závěru produktivního života investora). Nástroje budou pořizovány prostřednictvím strategie „kup a drž“. Tento pasivní přístup umožňuje překonat období s vyšší volatilitou a zaměřit se tak na dlouhodobý růst hodnoty drženého aktiva. To však neznamená, že by měl investor nástroj koupit a zapomenout na něj. Svou investici by měl pravidelně sledovat a alespoň jednou ročně by měl zhodnotit, zda vybraná strategie stále odpovídá jeho životní situaci, zda rozložení portfolia odpovídá vybrané strategii a zda jednotlivé tituly v portfoliu stále představují „rozumnou“ investici.

Akcie

Vzhledem ke stavu akciového trhu v ČR je vhodné se věnovat výhradně zahraničním titulům (a to i přes kurzové riziko). Vybrané akcie lze rozdělit na tři druhy: blue chip (nejkvalitnější, nejlikvidnější tituly daného trhu) akcie rozvinutých trhů, malé a střední podniky v USA a blue chip akcie trhů zemí BRIC (skupina rychle se rozvíjejících ekonomik do které jsou řazeny Brazílie, Indie, Rusko a Čína).

Blue chip akcie rozvinutých trhů představují vlajkové lodě investic do akcií. Jedná se o velké, stabilní a tradiční společnosti pravidelně přinášející dividendu. Jde zpravidla o kapitálově silné společnosti s největším tržním podílem, které jsou relativně odolnější vůči hospodářským cyklům. Pro rozložení kurzového rizika byly vybrány: německá Deutsche Börse (DB, kde se obchoduje v eurech), britská London Stock Exchange (LSE, kde se obchoduje v britských librách) a americká New York Stock Exchange (NYSE, kde se obchoduje v amerických dolarech). Jde o tradiční, vyspělé, likvidní a stabilní akciové trhy nabízející vysoké výnosy a přijatelné riziko. Akcie amerických malých a středních podniků (obchodovaných na NYSE) nabízejí vysoké zhodnocení (zpravidla vyšší než blue chip tituly) avšak za cenu vyšší volatility. Tento druh akcií byl zařazen z důvodů svého vysokého potenciálního zhodnocení. Nejrizikovějším druhem (a tedy nejrizikovějším zařazeným nástrojem vůbec) jsou blue chip akcie rozvíjejících se trhů. Tyto trhy zaznamenaly v minulosti enormní růsty, avšak jsou provázány vysokou volatilitou a jsou náchylné k „útěku kapitálu“ v nejistých dobách. Taktéž hospodářská politika států hraje velkou roli. Zařazení těchto titulů je vhodné pro agresivnější strategie hledající vysoké zhodnocení.

Vzhledem ke snaze našeho modelového investora dosáhnout dlouhodobého růstu hodnoty, je vhodné, aby investoval „napříč“ trhem, tzn. do titulů tvořící celé indexy. Jelikož konkrétní titul bude zpravidla držen v řádech let, hraje vyplácená dividendy roli. Z tohoto důvodu je vhodnější pro investiční rozhodnutí používat výnosové varianty indexů. Analýza skutečného nominálního výnosu jednotlivých zařazených indexů v období od 1. ledna 2004 do 31. prosince 2013 přináší velmi zajímavé výsledky.

Tabulka 2: Průměrné roční zhodnocení vybraných akciových indexů v období 2004 - 2013

Index	Průměrné roční zhodnocení
DAX 30 total return	10,83%
FTSE 100 Total Return Index	8,97%
S&P 500 total return	7,98%
S&P 1000 total return	10,45%
IBOVESPA	17,43%
MICEX index	22,74%
CNX Nifty total return	19,57%
SSE 180 Total Return Index	21,29%

Zdroj: Vlastní tabulka, Data: Jednotlivé akciové burzy, vlastní výpočty

Indexy DAX 30, FTSE 100 a S&P 500 jsou hlavními indexy frankfurtské, londýnské a newyorské burzy, obsahující 30, 100, respektive 500 nejlikvidnějších titulů. Index S&P 1000 je indexem newyorské burzy obsahující 400 titulů se střední tržní kapitalizací a 600 titulů s malou tržní kapitalizací. IBOVESPA, MICEX, CNX Nifty a SSE 180 jsou hlavními indexy burz v Sao Paulu, Moskvě, Bombaji a Šanghaji, obsahující různá množství nejlikvidnějších titulů na daném trhu obchodovaných (indexy trhů BRIC tak dosáhly v průměru zhodnocení 20,26% p. a.). Při výpočtu v tabulce uvedených průměrných ročních zhodnocení byl zohledněn vývoj směnných kurzů. Pro srovnání, v období od 1. ledna 2006 do 31. prosince 2013 dosáhl výnosový index Burzy Cenných Papírů Praha PX total return zhodnocení 2,65% p. a.⁶⁹ Dosažené průměrné roční výnosy vybraných indexů tak lze považovat – zejména přihlédneme-li k důsledkům nedávné globální hospodářské krize – za velmi pozitivní. Vývoj těchto vybraných indexů v jednotlivých letech lze nalézt v přílohách.

⁶⁹ Kurzy.cz. *Index PX Total Return, Burza Praha – historie, vývoj, rok 2006* [online] [cit. 2014-11-18]. Dostupný z WWW: <<http://akcie-cz.kurzy.cz/burza/index-px-tr/historie-indexu-px?rok=2006>>. Vlastní výpočet.

Dluhopisy

Dluhopisy představují pro investora možnost jak snížit celkovou rizikovost portfolia a přesto dosáhnout zajímavého výnosu. Z tohoto důvodu je vhodné nakupovat dluhopisy státní, jejichž emitenty jsou vyspělé a stabilní ekonomiky a které byly ohodnoceny nejvyššími ratingy. Do dynamičtějším portfolií je vhodné zařadit dluhopisy s dlouhou dobou splatnosti (v našich modelových portfoliích půjde o desetileté dluhopisy), konzervativní portfolia je možné rozšířit i o střednědobé dluhopisy (v našich příkladech půjde o tříleté dluhopisy), které jsou ještě bezpečnější.

I u dluhopisů platí pravidla diverzifikace rizika, je tedy vhodné nevložit všechny prostředky určené pro tento nástroj do papírů jedné země. Tím se sice investor vystavuje kurzovému riziku, avšak naopak zmenšuje riziko nesplacení díky různým nečekaným výkyvům ekonomiky emitenta. Pro zjednodušení byly vybrány dluhopisy emitované Českou republikou (denominované v českých korunách), Německem (denominované v eurech) a USA (denominované v amerických dolarech). Z analýzy období mezi 1. lednem 2004 a 31. prosincem 2013 – při zohlednění vývoje směnných kurzů – dosáhly vybrané desetileté dluhopisy těchto nominálních průměrných výnosů: vydané ČR 3,84% p. a., vydané Německem 3,02% p. a. a vydané USA 3,33%. Tříleté dluhopisy dosáhly ve stejném období těchto nominálních průměrných výnosů: vydané ČR 2,61% p. a., vydané Německem 2,11% p. a. a vydané USA 1,87% p. a.⁷⁰ Ratingové hodnocení třech nejvýznamnějších agentur u všech šesti zmíněných dluhopisů spadá do prvního, tj. nejvyššího stupně a řadí se tak do vrchní části investičního pásma. Výhled příštích hodnocení je uváděn jako „stabilní“⁷¹.

Zlato a termínovaný vklad

Zlato by vzhledem ke své povaze mělo být zařazeno jen do konzervativnějších portfolií. Obecně se o investicích do zlata uvažuje jako o investování na velmi dlouhou dobu, od kterého lze očekávat uchování a pomalé zvyšování hodnoty majetku, avšak nikoliv závratné výnosy. Zejména události okolo nedávné globální hospodářské krize však tuto zažitou představu poněkud narušily. Značná nejistota na globálních finančních

⁷⁰ Investing.com. *Rates & Bonds – Government Bonds* [online] [cit. 2014-11-23]. Dostupný z WWW: <<http://www.investing.com/rates-bonds/>>. Vlastní výpočty.

⁷¹ Trading Economics. *Credit Rating – Countries – List* [online] [cit. 2014-11-28]. Dostupný z WWW: <<http://www.investing.com/rates-bonds/>>

tržích znamenala prudký nárůst poptávky po zlatě, což zapříčinilo i nebývalý růst jeho ceny. Při analýze období posledních deseti let zjistíme, že se zlato průměrně zhodnocovalo – po zohlednění vývoje směnného kurzu amerického dolaru a české koruny – o 11,66% p. a. Tento výsledek ze zlata dělá jeden z vůbec nejvýnosnějších nástrojů investování na trhu. Je však třeba vzít v úvahu, že takto vysoký výnos je zcela spjat právě se zmíněnou globální krizí. Jedinými srovnatelnými událostmi však ve světových dějinách jsou pouze obě světové války a Velká deprese ze třicátých let dvacátého století. Lze předpokládat, že podobná událost se v nejbližší době nebude opakovat a tento dosažený průměrný roční výnos je tedy značně anomální. Analýza období posledních dvaceti let toto potvrzuje: od 1 ledna 1994 do 31. prosince 2013 dosáhlo zlato průměrného zhodnocení „pouze“ 5,85% p. a. I toto zhodnocení je však značně vysoké a odporuje představě zlata jako bezpečného přístavu s pomalým – a nízkým – růstem hodnoty. Při odhadu budoucích výnosů investičního zlata v několika příštích letech lze tedy předpokládat, že výnos bude spíše nižší než tento dvacetiletý průměr.

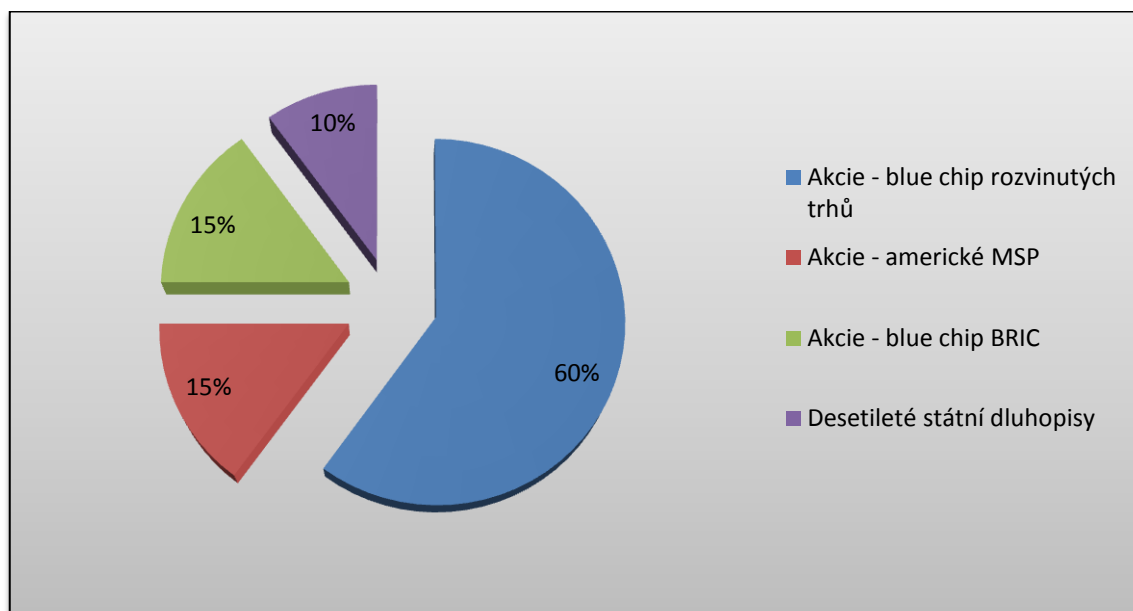
Termínovaný vklad je vhodný zařadit pouze do nejkonzervativnějšího portfolia, neboť nabízí jen velmi malý výnos a je nelikvidní. Naproti tomu nabízí prakticky úplnou bezpečnost (do výše zákonného pojištění vkladů). Vzhledem k tomu, že je zařazován kvůli své bezpečnosti, bude pro investora vhodnější vybrat produkt nabízený bankovní institucí. Termínované vklady u bank jsou sice v průměru méně výnosné než srovnatelné produkty od družstevních záložen, jsou však také bezpečnější. Peníze uložené na termínovaném vkladu představují pro investora skutečně „jisté“ prostředky v době krátce před odprodejem portfolia a začátkem čerpání výnosů z minulých investic.

2.4.2 Příklady portfolií pro různé fáze investiční strategie

V této kapitole jsou uvedeny příklady portfolií odpovídajících výše uvedeným investičním strategiím našeho modelového investora. Je třeba poznamenat, že realizace jakékoliv investiční strategie může mít vždy více podob (dle individuálního přístupu k riziku a odpovídajícího očekávaného budoucího výnosu), níže uvedené příklady však vždy odpovídají „filozofii“ konkrétní investiční strategie.

Agresivní portfolio

Graf 3: Zastoupení nástrojů investování v agresivním portfoliu



Zdroj: Vlastní graf

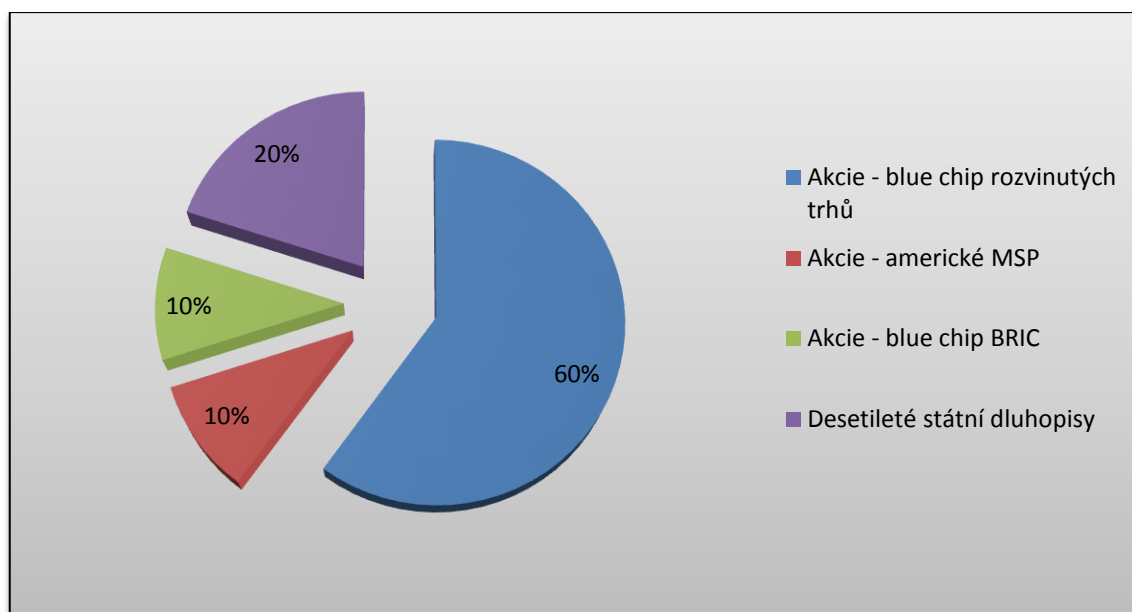
Portfolio vytvořené pro realizaci agresivní investiční strategie, které se dobře hodí jako „start“ pro celoživotní investování. Jeho smyslem je rychle zvyšovat hodnotu investovaných prostředků za cenu vyššího přijatého rizika. Hodí se pro investora, který je ochoten podstoupit značné riziko a získat tak šanci na vysoké výnosy. Vzhledem k tomu, že tento druh portfolia je určen výhradně pro začátek celého investičního procesu, lze předpokládat, že případné ztráty dokáže investor nést a v dalších letech zhojit.

Nejdynamičtějšími prvky celého portfolia jsou blue chip tituly akciových trhů zemí BRIC (vážený beta koeficient 1,7) a akcie malých a středních podniků newyorské burzy (vážený beta koeficient 1,5), které představují shodně 15% portfolia každý. Méně dynamickým prvkem (přesto však stále nabízejícím vysoké výnosy), který tvoří jádro celého portfolia, jsou blue chip akcie newyorské, londýnské a frankfurtské burzy (shodně 20% portfolia každý z trhů, vážený beta koeficient 1,3). Posledních 10% tohoto portfolia tvoří desetileté státní dluhopisy vydané ČR, Německem a USA (prostředky určené na dlouhodobé státní dluhopisy jsou mezi český, německý a americký trh rozděleny v poměru 2:1:1). Dlouhodobé státní dluhopisy byly do portfolia zařazeny proto, aby snížily celkovou rizikovost a také proto, že náš modelový investor odmítá

držet veškeré své investice v dynamických titulech a v jednom druhu nástrojů investování. Takto rozvržené portfolio by v období mezi 1. lednem 2004 a 31. prosincem 2013 dosáhlo průměrného ročního zhodnocení 10,62%⁷².

Dynamické portfolio

Graf 4: Zastoupení nástrojů investování v dynamickém portfoliu



Zdroj: Vlastní graf

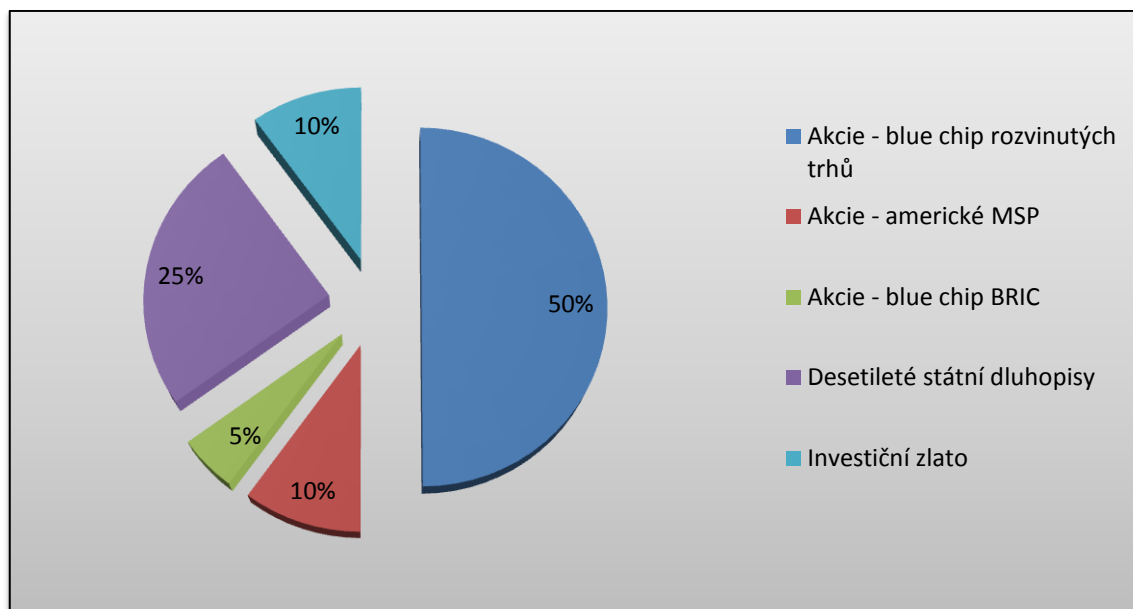
Základem tohoto portfolia je výše uvedené agresivní portfolio. Oproti němu má však dynamické portfolio výrazně sníženou celkovou rizikovost. Toho bylo dosaženo jednak přeskupením zvolených nástrojů, jednak snížením vážených beta koeficientů u akciových titulů. Jádrem portfolia i zde zůstávají blue chip akcie tří rozvinutých trhů, které představují 60% celkového portfolia (každý z vybraných trhů je stále zastoupen 20%, avšak vážený beta koeficient byl snížen na 1,2). Zastoupení nejdynamičtějších prvků (blue chip akcie trhů zemí BRIC a akcie amerických malých a středních podniků) bylo sníženo na 10% pro každý z těchto dvou prvků (vážený koeficient byl také snížen – na 1,6 u akcií trhů BRIC, respektive 1,4 u akcií amerických malých a středních podniků). Zastoupení desetiletých státních obligací se zvýšilo na 20% (rozdělení mezi trhy zůstává v nezměněném poměru). Toto portfolio se dobře hodí pro ranou střední fázi investování a je možné ho sestavit pomocí relativně malých a snadných úprav

⁷² Vlastní výpočet.

agresivního portfolia. V období mezi 1. lednem 2004 a 31. prosincem 2013 by dosáhlo průměrného ročního zhodnocení 8,36%⁷³.

Vyvážené portfolio

Graf 5: Zastoupení nástrojů investování ve vyváženém portfoliu



Zdroj: Vlastní graf

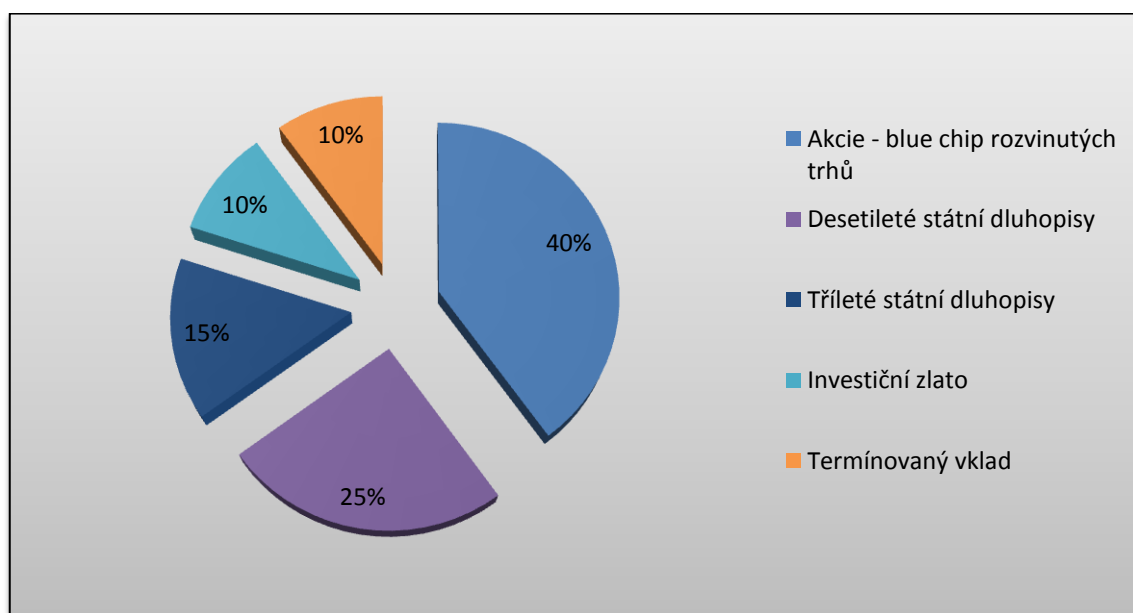
Oproti předchozím dvěma je toto portfolio výrazně bezpečnější a hodí se tak pro střední fázi investičního „života“. Jádrem zde jsou opět blue chip akcie rozvinutých trhů, avšak jejich zastoupení je sníženo na 50% portfolia. Vzhledem k prominentnímu postavení amerických akciových trhů ve světě financí – a toho v New Yorku zvláště – je 20% portfolia drženo v titulech obchodovaných na New York Stock Exchange. Po 15% je drženo v titulech obchodovaných na frankfurtské a londýnské burze. Vážený beta koeficient těchto akcií byl dále snížen na 1. Tato část portfolia by měla poskytovat setrvalý růst hodnoty a dosáhnout tak základního cíle vyvážené strategie. Do dynamičtějších prvků je v tomto portfoliu vloženo 10% (v případě akcií amerických malých a středních podniků, vážený beta koeficient byl stanoven na 1,2), respektive 5% (v případě blue chip akcií trhů zemí BRIC, vážený beta koeficient byl v tomto případě stanoven na 1,4). Smyslem zařazení těchto dvou prvků je možnost podílet se na případném prudkém růstu těchto dvou segmentů při zachování relativně nízké celkové rizikovosti. Podíl dlouhodobých dluhopisů byl zvýšen na 25% portfolia (při zachování

⁷³ Vlastní výpočet.

stejného poměru geografického rozložení prostředků) a nově bylo do portfolia zařazeno také investiční zlato (jeho podíl na celkovém portfoliu je 10%). Smyslem těchto dvou prvků je jednoznačně snižovat celkovou rizikovost portfolia a naplnit tak přívlastek „vyvážené“. Toto portfolio by v období mezi 1. lednem 2004 a 31. prosincem 2013 dosáhlo průměrného ročního zhodnocení 5,98%⁷⁴.

Konzervativní portfolio

Graf 6: Zastoupení nástrojů investování v konzervativním portfoliu



Zdroj: Vlastní graf

Základním cílem tohoto portfolia je uchovat hodnotu investorova bohatství a ochránit ho před inflací. Je tedy nutné dosáhnout určitého výnosu (který alespoň vyrovná míru inflace v daném období) a co možná nejvíce snížit riziko znehodnocení investice. Z tohoto důvodu jsou do portfolia zařazeny dva druhy prvků: první přináší výnos, který by měl celému portfoliu pomoci „porazit“ inflaci, druhý zabezpečuje uchování hodnoty investovaných prostředků. Elementem plnícím první zmíněnou funkci jsou v tomto druhu portfolia blue chip akcie rozvinutých trhů, avšak tentokrát představují „jen“ 40% celého portfolia. Rozdělení mezi jednotlivé trhy je následující: 20% americké tituly a po 10% německé a britské tituly (vážený beta koeficient zůstává na úrovni 1). Vysoce volatilní akcie v tomto portfoliu vůbec zařazeny nejsou. Zbývajících 60% portfolia je tvořeno defenzivními nástroji, jejichž primární funkcí je

⁷⁴ Vlastní výpočet.

uchovat hodnotu bohatství investora. Jedná se o dlouhodobé dluhopisy (geografické rozložení je stále 2:1:1) tvořící 25% portfolia, střednědobé dluhopisy (geografické rozdělení je stejné jako u dlouhodobých dluhopisů) tvořící 15% portfolia a investiční zlato tvořící 10% portfolia. Nově je také zařazen termínovaný vklad tvořící 10% portfolia, který lze považovat za nejdefenzivnější ze všech prvků. V období mezi 1. lednem 2004 a 31. prosincem 2013 by toto portfolio dosáhlo průměrného ročního zhodnocení 3,70%⁷⁵. Pro srovnání, průměrná roční míra inflace v České republice byla ve stejném období 2,54%⁷⁶. Takto složené konzervativní portfolio by tedy v tomto období bezpečně splnilo svůj hlavní cíl.

Portfolio určené pro závěr investorova produktivního života je však možno pojmout i značně odlišně. Základem i zde budou defenzivní tituly, jejichž smyslem je uchovat nashromážděné bohatství. Část vyhrazená pro blue chip akcie však bude nahrazena nějakým druhem vysoce spekulativní, často exotické investice. Za takovýto druh investice je možno považovat například spekulativní nákup uměleckých či starožitných předmětů, vína, automobilů – veteránů či jiných podobných sběratelských předmětů, pro které má investor vášeň a při jejichž posuzování může využít své celoživotní zkušenosti. V případě, že se prokáže tato investice jako správná, může přinést velmi významné zvýšení životní úrovně v penzi. V opačném případě by konzervativní část portfolia měla zajistit, že bude investor na stáří stále spolehlivě zabezpečen.

⁷⁵ Vlastní výpočty.

⁷⁶ Český statistický úřad. *Inflace – druhy, definice, tabulky* [online] [cit. 2014-11-28]. Dostupný z WWW: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace>. Vlastní výpočet.

Závěr

Nástroje investování jsou fenoménem, který v moderním světě nelze ignorovat. Nejenže hrají stále větší roli ve světě „velkých financí“, mají také nezastupitelnou úlohu ve světě financí domácností a drobných střadatelů. Některé nástroje jsou relativně jednoduché a jejich kořeny lze vystopovat hluboko do minulosti, některé jsou produktem finančního inženýrství a na světových trzích se objevily relativně nedávno. Prudký rozvoj investičních nástrojů však s sebou nese výrazné zvyšování složitosti celé problematiky investování. Vysoká komplexnost klade značné požadavky na erudici, zkušenosti a schopnosti investora. Přesto však jsou jejich přínosy velké a každý racionální člověk by tak měl možnost uložení svých finančních prostředků do některého z těchto nástrojů alespoň zvážit.

Ať už je konkrétní nástroj konstruovaný jakkoliv, vždy ho lze definovat na základě třech základních parametrů – výnosnosti, rizikovosti a likvidnosti. Výnosností se rozumí míra zhodnocení, kterou nástroj svému majiteli v budoucnosti přinese (zpravidla vyjádřená jako poměrná část kupní ceny). Rizikovostí je míněna míra pravděpodobnosti, že v budoucnosti nastane pro investora nepříznivý následek násobená závažností tohoto nepříznivého následku. Likvidnost je schopnost jednoho aktiva přeměnit se na likvidnější aktivum – zpravidla na peníze, které jsou nejlikvidnějším aktivem vůbec. Likvidnější nástroje je tedy možno prodat rychleji a snáze než nástroje méně likvidní. Zásadním aspektem těchto třech parametrů investičních instrumentů je jejich vzájemná exkluzivita – zlepšit jeden parametr lze tedy pouze za cenu zhoršení druhého. Specifické kombinace těchto tří parametrů tak definují konkrétní nástroje a činí je vhodnými pro různé skupiny investorů. Stanovit požadovanou úroveň těchto parametrů je klíčovou otázkou, kterou je nutno zodpovědět před každým investičním rozhodnutím. Vyvažování celkové výnosnosti, rizikovosti a likvidnosti portfolia je základem každé investiční strategie každého investora.

V první kapitole byly detailně popsány jednotlivé druhy nástrojů investování a tyto druhy byly zařazeny do skupin na základě různých parametrů. Byl představen právní rámec celé problematiky a trhy, na kterých se nástroje investování obchodují. Taktéž byly rozřazeny různé druhy účastníků těchto trhů v závislosti na jejich motivaci. Tento teoretický základ posloužil jako výchozí bod pro analýzu skutečného chování

některých nástrojů v minulosti. Získané teoretické poznatky byly uplatněny při formulaci konkrétní investiční strategie pro konkrétního drobného investora.

Druhá kapitola této práce odpovídá na otázku, zda mohou pro drobného střadatele v České republice být nástroje investování vhodnou alternativou ke spořicími produktům. Nejprve je definován modelový investor z hlediska pravidelnosti jeho investic, jejich výše, jeho vztahu k riziku, očekávaného výnosu i cílů celého jeho investování. Následně jsou vybrány spořicí produkty, které pro tohoto modelového investora přicházejí v úvahu. Tyto produkty jsou analyzovány a zhodnoceny z hlediska vhodnosti a schopnosti splnit investorovi cíle. Následně jsou ze stejných hledisek analyzovány vybrané nástroje investování. Po prozkoumání všech nástrojů a produktů, které přicházejí pro modelového investora v úvahu, byla vytvořena konkrétní investiční strategie, zahrnující konkrétní nástroje, která by investiční cíle měla naplnit.

Lze říci, že nástroje investování skutečně jsou vhodnou alternativou ke spořicími produktům. A lze také tvrdit, že vhodně zvolené nástroje investování jsou pro většinu střadatelů alternativou, která přinese lepší výsledky. Spořicí produkty jsou vhodnější pro střadatele s vysoce negativním vztahem k riziku a pro střadatele, kteří si mohou dovolit odkládat jen velmi malé částky. Spořicí produkty jsou navíc „výhodné“ často pouze kvůli poskytované státní podpoře. V případě, že se pravidla státní podpory v budoucnu změní (nebo tato podpora bude úplně zrušena), může nastat situace, ve které budou spořicí produkty striktně horší volbou než nástroje investování a přestanou tak být vhodné i pro výše zmíněnou menšinu střadatelů. Vyšší výhodnost nástrojů investování však přichází za cenu jejich vyšší složitosti a rizikovosti. Ukládat peníze do nástrojů investování je složitější, než sjednat si spořicí produkt a vyžaduje to také vyšší míru informovanosti na straně střadatele. Vzhledem k tomu, že se však často jedná o v součtu značné objemy prostředků, měl by střadatel věnovat péči o své finance čas a náležitou pozornost. Střadatel by se měl chovat racionálně a nevolit suboptimální produkt jen proto, že je to „rychlejší a jednodušší“. Měl by racionálně zvážit své preference a vybrat alternativu, která jim nejlépe odpovídá. Z analýzy provedené v této práci vyplývá, že touto vhodnější alternativou budou ve většině případů nástroje investování.

Seznam tabulek a grafů

Tabulky:

Tabulka 1: Srovnání ratingových stupnic třech nejvýznamnějších ratingových agentur	49
Tabulka 2: Průměrné roční zhodnocení vybraných akciových indexů v období 2004 - 2013	55

Grafy:

Graf 1: Struktura finančních aktiv domácností v ČR, 2012	26
Graf 2: Vývoj indexů PX a PX-TR od začátku jejich zveřejňování do současnosti	44
Graf 3: Zastoupení nástrojů investování v agresivním portfoliu.....	58
Graf 4: Zastoupení nástrojů investování v dynamickém portfoliu.....	59
Graf 5: Zastoupení nástrojů investování ve vyváženém portfoliu	60
Graf 6: Zastoupení nástrojů investování v konzervativním portfoliu	61

Seznam použité literatury a pramenů

Publikace:

- [1] BUDÍK, Josef. *Finanční investování*. 1. vyd. Praha : Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2011. ISBN 978-80-7408-047-0
- [2] JANDA, Josef. *Spořit nebo investovat?*. 1. vyd. Praha : GRADA Publishing, a.s., 2011. ISBN 978-80-247-3670-9
- [3] JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnová a kurzová politika*. 1. vyd. Praha : GRADA Publishing, a.s., 2013. ISBN 978-80-247-4516-9
- [4] KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské finance*. 2. přeprac. a rozš. vyd. Praha : C. H. Beck, 2007. ISBN 978-80-7179-903-0
- [5] PAVLÁT, Vladislav. *Globální finanční trhy*. 1. vyd. Praha : Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2013. ISBN 978-80-7408-076-0
- [6] RAJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3. rozš. vyd. Ostrava : KEY Publishing s.r.o., 2011. ISBN 978-80-7418-128-3
- [7] VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a akt. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9
- [8] ZÁŠKODNÝ, Petr; PAVLÁT, Vladislav; BUDÍK, Josef. *Finanční deriváty a jejich oceňování*. Praha : Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2007. ISBN 978-80-86754-73-4

Články:

- [1] MAREK, David. *České domácnosti a akcie... Patria vydala nový Tricetník* [online]. Patria Online. 7. května, 2013 [cit. 2014-10-23]. Dostupný z WWW: <<http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2329812/ceske-domacnosti-a-akcie-patria-vydala-novy-tricetnik.html>>
- [2] ROZKOŠNÝ, Petr. *Pohotovostní finanční rezerva – základ každého finančního plánu* [online]. Penízenavic.cz. 25. září, 2014 [cit. 2014-10-26]. Dostupný z WWW: <<http://www.penizenavic.cz/clanky/pohotovostni-financni-rezerva-zaklad-kazdeho-financniho-planu-ktery-vam-udrzi-hlavu-nad-vodou>>

Právní předpisy:

- [1] Česko. Zákon č. 586 ze dne 20. listopadu 1992, o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů. In *Sbírka zákonů, Česká republika*. 1992, částka 117, str. 3473 – 3491. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=2640>>. ISSN 1211 – 1244
- [2] Česko. Zákon č. 96 ze dne 25. února 1993, o stavebním spoření a státní podpoře stavebního spoření, ve znění pozdějších předpisů. In *Sbírka zákonů, Česká republika*. 1993, částka 27, str. 569 – 573. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=2671>>. ISSN 1211 – 1244
- [3] Česko. Zákon č. 42 ze dne 16. února 1994, o penzijním připojištění se státním příspěvkem, ve znění pozdějších předpisů. In *Sbírka zákonů, Česká republika*. 1994, částka 14, str. 259 – 269. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=2743>>. ISSN 1211 – 1244
- [4] Česko. Zákon č. 190 ze dne 1. dubna 2004, o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů. In *Sbírka zákonů, Česká republika*. 2004, částka 63, str. 2888 – 2901. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=4367>>. ISSN 1211 – 1244
- [5] Česko. Zákon č. 256 ze dne 14. dubna 2004 o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In *Sbírka zákonů, Česká republika*. 2004, částka 84, str. 5442 – 5508. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=4388>>. ISSN 1211-1244
- [6] Česko. Zákon č. 427 ze dne 6. listopadu 2011, o doplňkovém penzijním spoření, ve znění pozdějších předpisů. In *Sbírka zákonů, Česká republika*. 2011, částka 149, str. 5624 – 5690. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=6079>>. ISSN 1211 – 1244
- [7] Česko. Zákon č. 90 ze dne 25. ledna 2012, o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích). In *Sbírka zákonů, Česká republika*. 2012, částka 34, str. 1370 – 1482. Dostupný také z WWW:

<<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=6145>>. ISSN 1211 – 1244

- [8] Česko. Zákon č. 89 ze dne 3. února 2012, občanský zákoník. In *Sbirka zákonů, Česká republika*. 2012, částka 33, str. 1026 – 1365. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=6144>>. ISSN 1211 – 1244

Internetové zdroje:

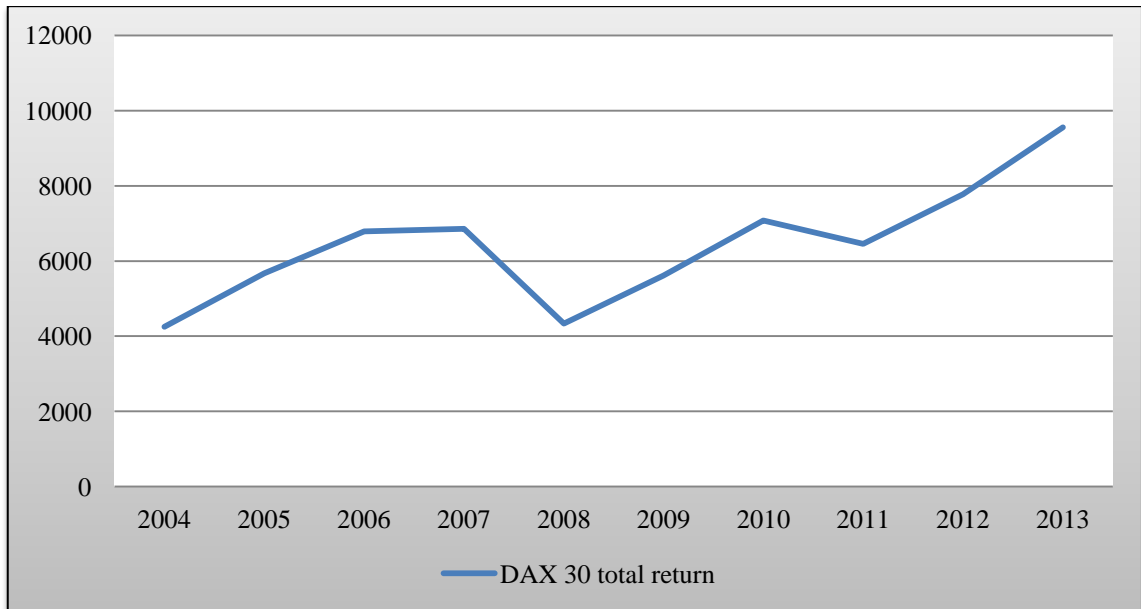
- [1] Asociace českých stavebních spořitelén. *Stavební spořeni – co to je?* [online] [cit. 2014-11-3]. Dostupný z WWW: <<http://www.acss.cz/cz/stavebni-sporeni/co-to-je/>>
- [2] Asociace penzijních společností ČR. *Ekonomické ukazatele penzijních fondů APF za rok 2013* [online] [cit. 2014-11-3]. Dostupný z WWW: <<http://www.apfcr.cz/cs/vybrane-ekonomicke-ukazatele/ekonomicke-ukazatele-penzijnich-fondu-apf-cr-za-rok-2013.html>>
- [3] Český statistický úřad. *Inflace – druhy, definice, tabulky* [online] [cit. 2014-11-28]. Dostupný z WWW: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace>
- [4] ČP INVEST. *Fond farmacie a biotechnologie ČP INVEST* [online] [cit. 2014-11-10]. Dostupný z WWW: <<http://www.cpinvest.cz/produkty/investice-v-czk/fondy/fond-farmacie-a-biotechnologie-cp-invest.html>>
- [5] ČP INVEST. *Fond globálních značek ČP INVEST* [online] [cit. 2014-11-10]. Dostupný z WWW: <<http://www.cpinvest.cz/produkty/investice-v-czk/fondy/fond-globalnich-znacek-cp-invest.html>>
- [6] ERSTE Asset Management. *Privátní investoři – informace o fondech* [online] [cit. 2014-11-10]. Dostupný z WWW: <http://www.erste-am.cz/cz/Privatni_investori/informace_o_fondech>
- [7] Finance.cz. *Spořeni na důchod ve III. pilíři* [online] [cit. 2014-11-3]. Dostupný z WWW: <<http://www.finance.cz/duchody-a-davky/penzijni-pripojisteni/abeceda-penzijniho-pripojisteni/>>
- [8] Investiční společnost České spořitelny. *Interaktivní graf* [online] [cit. 2014-11-10]. Dostupný z WWW: <http://www.iscs.cz/web/Interaktivni_graf_hp>

- [9] Investing.com. *Rates & Bonds – Government Bonds* [online] [cit. 2014-11-23].
Dostupný z WWW: <<http://www.investing.com/rates-bonds/>>
- [10] Investopedia. *Dictionary – Investment Strategy* [online] [cit. 2014-11-16]. Dostupný z WWW:
<<http://www.investopedia.com/terms/i/investmentstrategy.asp>>
- [11] Kurzy.cz. *Index PX Total Return, Burza Praha – historie, vývoj, rok 2006* [online] [cit. 2014-11-18]. Dostupný z WWW: <<http://akcie-cz.kurzy.cz/burza/index-px-tr/historie-indexu-px?rok=2006>>
- [12] Měšec.cz. *Termínované vklady – srovnání* [online] [cit. 2014-11-2].
Dostupný z WWW: <<http://www.mesec.cz/produkty/terminovane-vklady/>>
- [13] Peníze.cz. *Investiční strategie* [online] [cit. 2014-11-18]. Dostupný z
WWW: <<http://www.penize.cz/15948-investicni-strategie>>
- [14] Trading Economics. *Credit Rating – Countries – List* [online] [cit. 2014-11-28]. Dostupný z WWW: <<http://www.investing.com/rates-bonds/>>

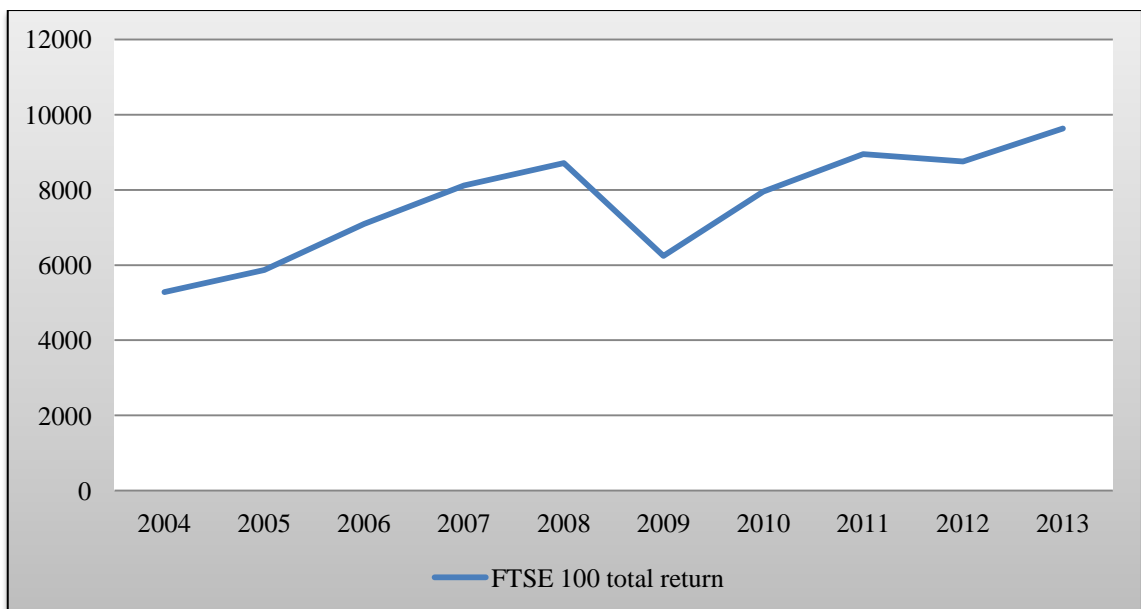
Přílohy

Příloha č. 1: Vývoj vybraných akciových indexů v letech 2004 – 2013

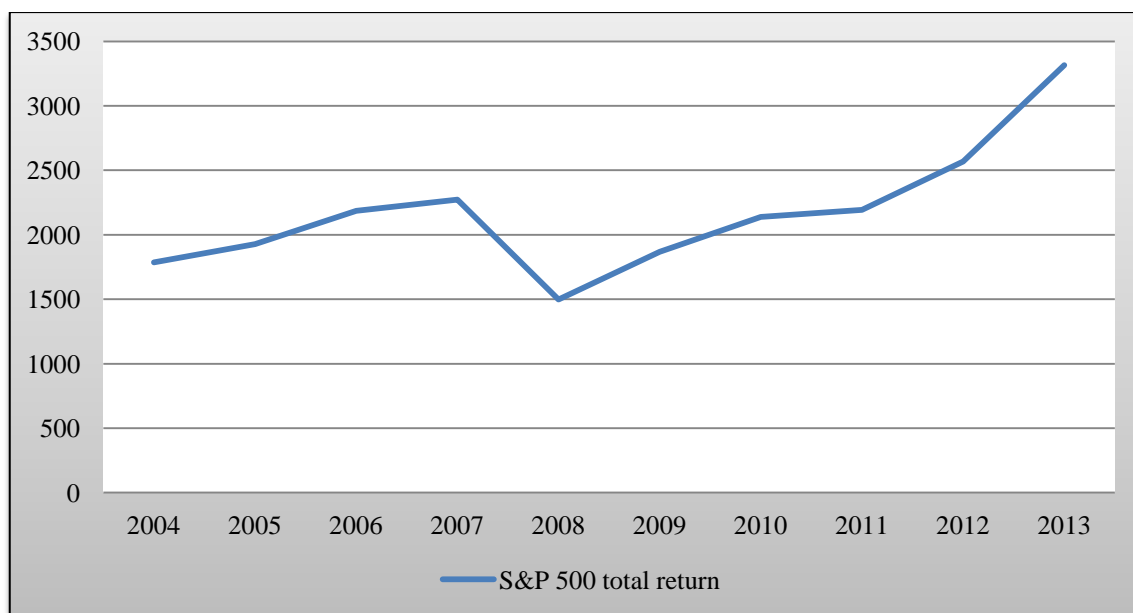
Vývoj indexu DAX 300 total return frankfurtské akciové burzy



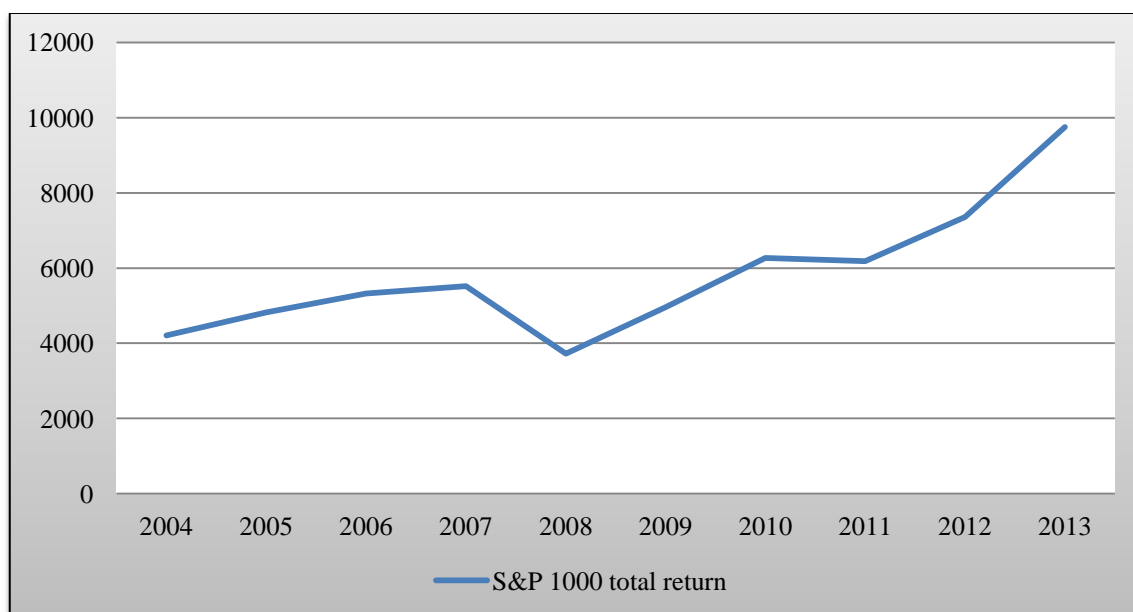
Vývoj indexu FTSE 100 total return londýnské akciové burzy



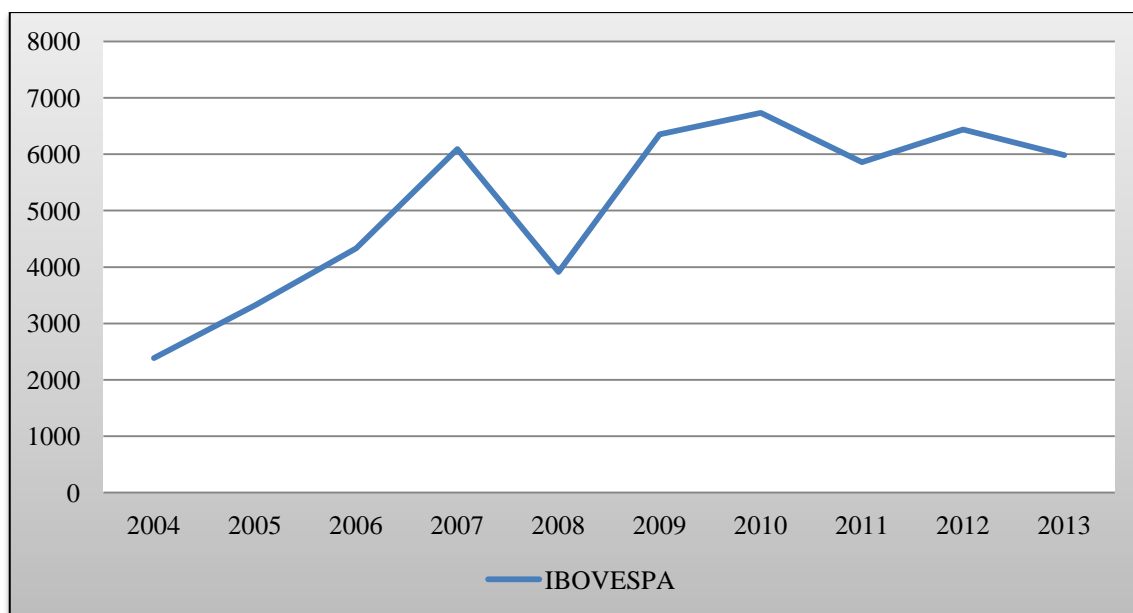
Vývoj indexu S&P 500 total return newyorské akciové burzy



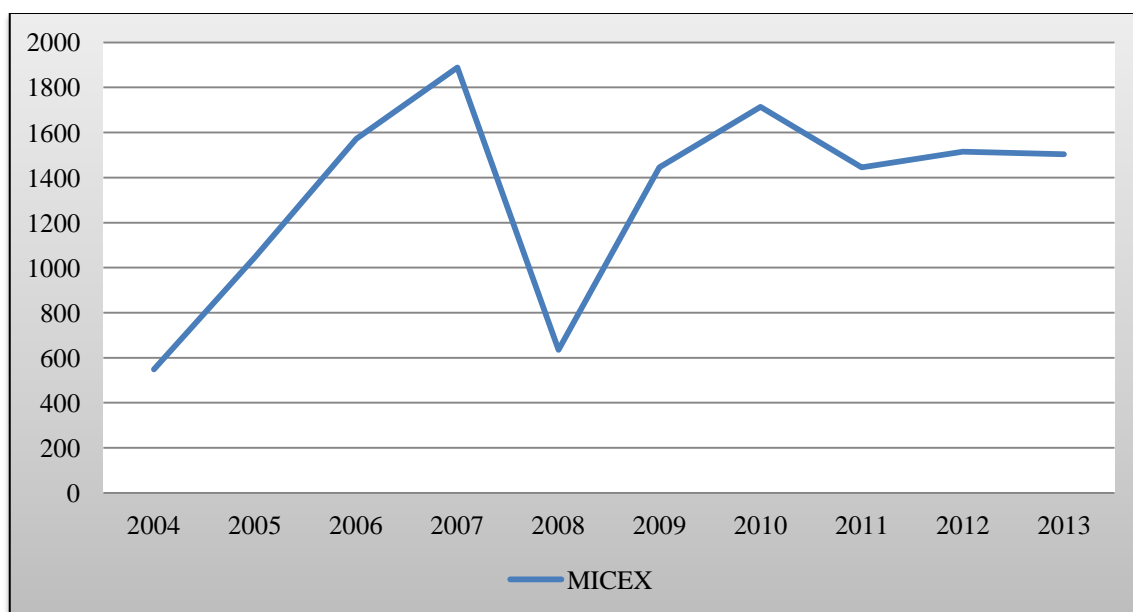
Vývoj indexu S&P 1000 total return newyorské akciové burzy



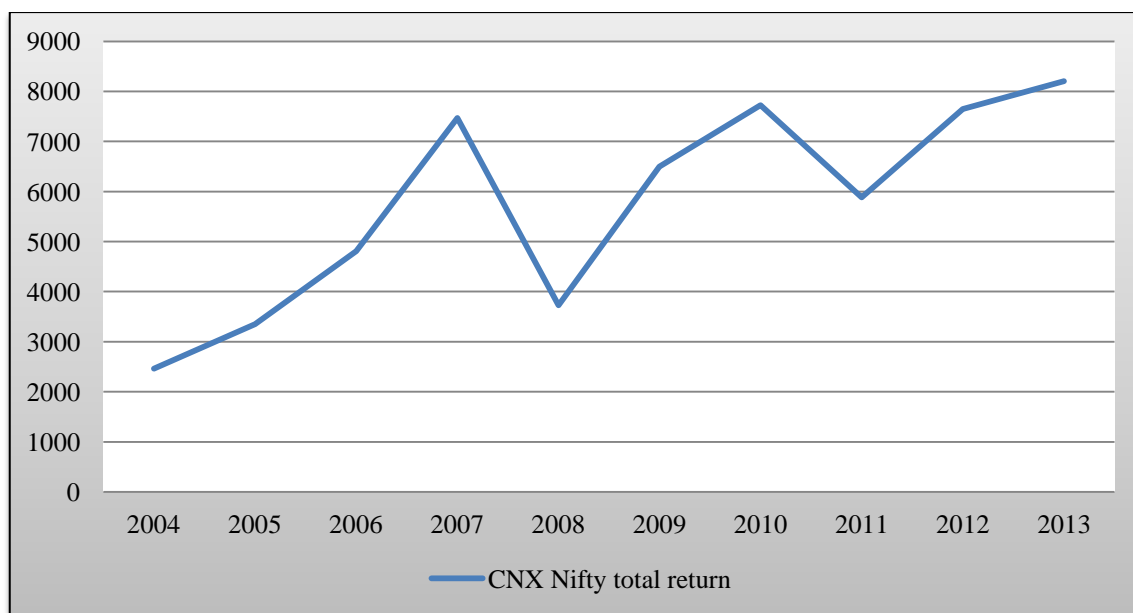
Vývoj indexu IBOVESPA saopaulské akciové burzy



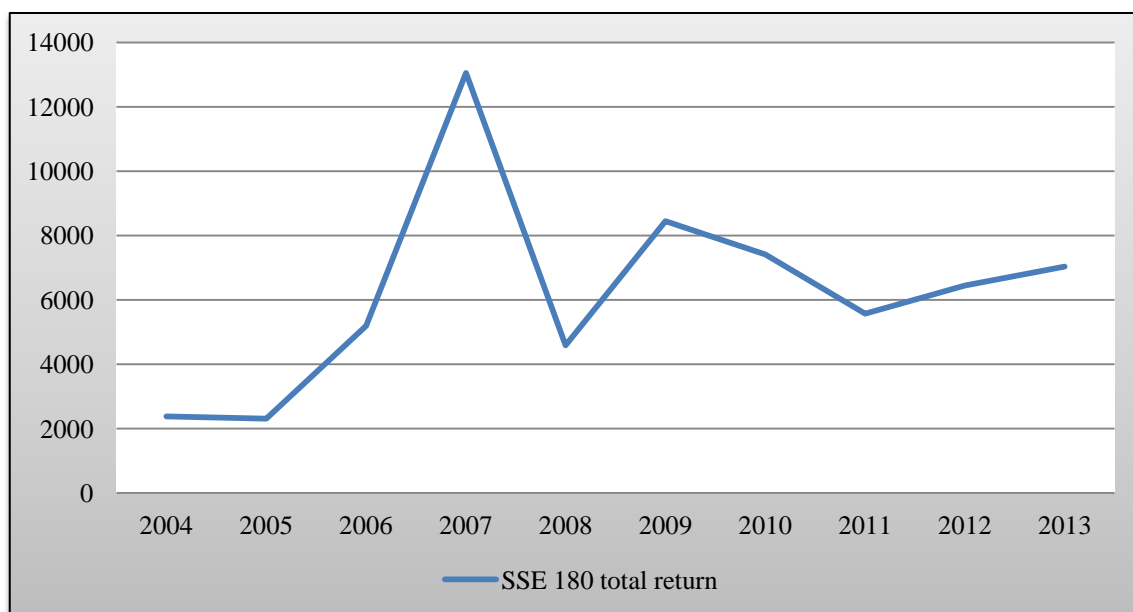
Vývoj indexu MICEX moskevské newyorské akciové burzy



Vývoj indexu CNX Nifty total return bombajské akciové burzy



Vývoj indexu SSE 180 total return šanghajské akciové burzy



Summary

Investment instruments

The main purpose of this thesis is to analyze various investment instruments, their markets and their feasibility as an alternative to saving products. Secondary purpose of this thesis is to define a model investor, create reasonable and fitting investment strategy for them and introduce examples of investment portfolios that fulfill the strategy.

The thesis is divided into two main chapters, each of which analyzes investment instruments from different perspectives. Chapter One introduces the instruments in general and describes their key characteristics, their legal regulation and brief history. One subchapter is dedicated to explaining motives driving the participants of financial markets. Another subchapter categorizes the investment instruments and divides them into distinct groups. Last subchapter investigates the financial markets themselves and describes their types, structure and functions.

Chapter Two introduces a model investor and describes their particular motives for investing. Two subchapters analyze historical development of selected instruments and saving products and then compare the results. In the last subchapter assumptions are made about various products' feasibility for the model investor. Specific investment strategy for the model investor is then drawn and examples of investment portfolios fitting various phases of the strategy are introduced.

Conclusions are drawn in the last chapter. The main purpose of this thesis is to investigate the feasibility of investment instruments as an alternative to saving products for small, non-professional investors. The conducted analysis does in fact prove that selected investment instruments pose a viable alternative. Besides that the analysis has shown that investment instruments will in most cases be the strictly better alternative.

Klíčová slova

Klíčová slova:

nástroje investování

spořicí produkty

Key words:

investment instruments

saving products