



EVROPSKÁ UNIE  
Evropské strukturální a investiční fondy  
Operační program Výzkum, vývoj a vzdělávání



Název projektu	Rozvoj vzdělávání na Slezské univerzitě v Opavě
Registrační číslo projektu	CZ.02.2.69/0.0./0.0/16_015/0002400

# Finance

## Distanční studijní text

**Daniel Stavárek**

**Karviná 2019**



**SLEZSKÁ  
UNIVERZITA**  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

**Obor:** Ekonomie

**Klíčová slova:** finanční systém, peníze, měnová politika, úrokové sazby, finanční dokumenty, finanční trhy, finanční instituce

**Anotace:** Studijní text Finance se zaměřuje na klíčové aspekty a segmenty finančního systému. Nejprve je vysvětlena pozice financí v ekonomice a jejich důležitost, zároveň jsou představeny základní principy financí. Dále je představen finanční systém včetně jeho funkcí, struktury a aktuálních vývojových trendů. Pozornost je věnována i penězům, jejich vymezení, měření, časové hodnotě, funkcím i peněžním teoriím, které roli peněz v ekonomice vymezují. Vysvětlena je rovněž úloha centrální banky, cíle a nástroje měnové politiky. Dále je provedena klasifikace úrokových sazeb, které se ve finanční teorii i praxi vyskytují. Podstatná část textu je zaměřena na finanční dokumenty a jejich členění, podrobněji jsou představeny základní vlastnické a dlužnické cenné papíry. Klasifikovány jsou také finanční trhy a je osvětlena jejich role v tržní ekonomice i základní principy obchodování na finančních trzích. Poslední část je věnována finančním institucím, jejich službám a hospodaření s rozčleněním na depozitní a nedepozitní instituce.

**Autor:** **prof. Ing. Daniel Stavárek, Ph.D.**

## Obsah

ÚVODEM.....	6
RYCHLÝ NÁHLED STUDIJNÍ OPORY.....	7
1 VSTUP DO SVĚTA FINANČÍ.....	8
1.1 Základní oblasti financí.....	9
1.2 Základní principy financí.....	11
1.3 Důležitost financí pro další oblasti.....	14
2 FINANČNÍ SYSTÉM.....	18
2.1 Struktura finančního systému.....	19
2.2 Funkce finančního systému.....	21
2.2.1 Přeměna úspor na investice.....	22
2.2.2 Zajištění platebního a zúčtovacího styku.....	25
2.2.3 Vytváření informací a snížení informační asymetrie.....	28
2.3 Stabilita finančního systému, regulace a dohled.....	30
2.3.1 Finanční stabilita.....	30
2.3.2 Regulace a dohled nad finančním systémem.....	32
3 ČAS A HODNOTA VE FINANČÍCH.....	37
3.1 Budoucí a současná hodnota.....	38
3.2 Budoucí a současná hodnota peněžních toků.....	41
4 PENÍZE A PENĚŽNÍ TEORIE.....	46
4.1 Definice a funkce peněz.....	48
4.2 Vývoj a formy peněz.....	50
4.3 Peněžní zásoba.....	55
4.4 Nabídka peněz.....	57
4.5 Peněžní teorie.....	60
4.5.1 Kvantitativní teorie peněz.....	60
4.5.2 Keynesova peněžní teorie.....	63
5 MĚNOVÁ POLITIKA A CENTRÁLNÍ BANKA.....	66
5.1 Vymezení a cíl měnové politiky.....	67
5.2 Česká národní banka.....	70
5.3 Nástroje měnové politiky.....	75
5.4 Režimy měnové politiky.....	78

5.4.1	Cílování inflace .....	79
5.4.2	Cílování inflace v podání ČNB.....	80
6	ÚROKOVÉ SAZBY .....	85
6.1	Nominální a reálné úrokové sazby .....	87
6.2	Struktura úrokových sazeb .....	89
6.3	Úrokové sazby ve finanční praxi.....	92
6.3.1	Úrokové sazby centrální banky.....	92
6.3.2	Úrokové sazby mezibankovního trhu depozit.....	96
6.3.3	Úrokové sazby komerčních bank.....	97
7	FINANČNÍ DOKUMENTY.....	103
7.1	Základní charakteristika a emise cenných papírů .....	105
7.1.1	Náležitosti cenných papírů.....	106
7.1.2	Emise cenných papírů .....	107
7.2	Klasifikace cenných papírů .....	108
8	MAJETKOVÉ CENNÉ PAPIŘY .....	113
8.1	Akcie .....	114
8.1.1	Práva spojená s akciemi .....	115
8.1.2	Členění akcií .....	116
8.1.3	Hodnota a cena akcie .....	118
8.1.4	Vnitřní hodnota akcie.....	119
8.1.5	Transakce s akciemi .....	121
8.2	Další majetkové cenné papíry .....	124
9	DLUŽNICKÉ CENNÉ PAPIŘY .....	129
9.1	Dluhopisy .....	130
9.1.1	Členění dluhopisů podle emitenta.....	131
9.1.2	Členění dluhopisů podle dalších kritérií .....	136
9.1.3	Hodnota a výnosy dluhopisu.....	138
9.2	Státní pokladniční poukázky .....	140
9.3	Depozitní certifikáty.....	141
9.4	Směnky a komerční papíry.....	143
9.5	Investiční certifikáty.....	144
10	FINANČNÍ TRHY.....	149
10.1	Podstata a funkce finančních trhů.....	150

10.2	Členění finančních trhů .....	152
10.2.1	Členění podle předmětu obchodování .....	152
10.2.2	Členění podle způsobu organizace finančních trhů .....	155
10.2.3	Členění podle dalších kritérií .....	159
10.3	Regulace finančních trhů .....	162
10.4	Obchodování na finančních trzích .....	163
10.4.1	Účastníci trhu .....	164
10.4.2	Informační příkazy a vypořádání obchodů .....	165
10.5	Kurzy a indexy akciových trhů .....	167
10.6	Investiční strategie na finančních trzích .....	171
11	DEPOZITNÍ FINANČNÍ INSTITUCE .....	176
11.1	Hlavní aspekty vývoje sektoru finančních institucí .....	177
11.2	Komerční banky .....	179
11.2.1	Bankovní systém v Česku .....	180
11.2.2	Depozita a další pasiva bank .....	182
11.2.3	Úvěry a další aktiva bank .....	184
11.2.4	Výnosy, náklady a hospodaření bank .....	186
11.3	Další depozitní finanční instituce .....	189
12	NEDEPOZITNÍ FINANČNÍ INSTITUCE .....	195
12.1	Pojišťovny .....	196
12.2	Investiční společnosti a podílové fondy .....	198
12.3	Penzijní společnosti .....	201
	LITERATURA .....	205
	SHRNUTÍ STUDIJNÍ OPORY .....	207
	PŘEHLED DOSTUPNÝCH IKON .....	208

## ÚVODEM

Předkládaný studijní text si klade za cíl poskytnout studentům bakalářských studijních oborů základní informace a znalosti z oblasti financí. Ačkoliv je učebnice primárně určena studentům Obchodně podnikatelské fakulty v Karviné Slezské univerzity v Opavě v předmětu Finance, její využití je možné i na jiných ekonomických fakultách. Svou strukturou, způsobem výkladu a zaměřením je vhodná i pro zvýšení finanční gramotnosti širší veřejnosti.

Jelikož se jedná o studijní materiál pro základní kurz v oblasti financí, pro jeho četbu a studium nejsou zapotřebí žádné vstupní znalosti příslušné problematiky ani jiné předchozí požadavky. Jelikož je studijní text zpracován s distančními prvky, je plnohodnotně využitelný v kombinované formě studia, kde je přímá výuka a zejména její seminární složka redukována. Ačkoliv jednotlivé distanční prvky, které usnadňují, mimo jiné, orientaci v textu, jsou výstižně pojmenovány, využijte Klíčová slova a Cíle kapitoly také při přípravě ke zkoušce a při samostudiu kladením si otázek např.: umím definovat pojmy z klíčových slov? Existuje vazba mezi klíčovými slovy? Dosáhl/a jsem cílů kapitoly? Ovládám dovednosti určené v cílech kapitoly? A tak podobně. Prvku samostatného úkolu můžete využít k procvičení studované materie, v případě nejistoty řešení, témata těchto dílčích úkolů můžete konzultovat se svými kolegy v komunikačním fóru elearningového kurzu, do kterého v případě potřeby vstoupí vyučující. Otázky a odpovědi na koncích kapitol využijte k základní zpětné vazbě a kontrole nad porozumění textu. Případové studie dokumentují předkládaný text krátkými "ilustracemi" z praxe.

Studijní text je zároveň integrální součástí elearningového kurzu a je obsahově a tematicky propojen s dalšími dostupnými studijními materiály a průběžnými aktivitami.

Věřím, že předkládaná učebnice se stane vítanou a užitečnou pomůckou při studiu financí, které nepatří mezi nejjednodušší ekonomické disciplíny. Budu velmi vděčný, když mi čtenáři zašlou jakékoliv náměty a připomínky ke struktuře, obsahu či formální stránce této publikace.

Daniel Stavárek (stavarek@opf.slu.cz)

Karviná, květen 2019

## RYCHLÝ NÁHLED STUDIJNÍ OPORY

Obsahově je publikace zaměřena na stěžejní aspekty financí. V první kapitole je velmi obecně představen svět financí a finance jsou zasazeny do celkového hospodářského systému. Pro správné chápání dalšího textu jsou vysvětleny základní principy a vymezeny základní oblasti financí. Ve druhé kapitole je pozornost věnována finančnímu systému, který je díky svým funkcím představen jako páteř ekonomiky. Unikátní role finančního systému vyžaduje jeho regulaci a dohled, čemuž se také druhá kapitola věnuje. Vývoj finančního systému je dále vykreslen pomocí aktuálních vývojových trendů. Ve třetí kapitole je vysvětlena časová hodnota peněz, konkrétně koncept současné a budoucí hodnoty.

Další část učebnice je věnována penězům. Ve čtvrté kapitole jsou vysvětleny funkce peněz a jejich historický vývoj. Na peníze je pohlíženo i z makroekonomického pohledu. Podrobně je rozebrána nabídka peněz, poptávka po penězích a také pohled hlavních ekonomických teorií na funkce peněz v ekonomice. Rozbor peněz je dokončen v páté kapitole, kde je pozornost věnována měnové politice, jejím cílům, nástrojům a strategiím. Vše je aplikováno zejména na příkladu České národní banky. Šestá kapitola obsahuje pojednání o úrokových sazbách. Po jejich teoretickém vymezení je pozornost věnována úrokovým sazbám ve finanční praxi. Detailně jsou vysvětleny úrokové sazby centrální banky, komerčních bank a sazby mezibankovního trhu.

Sedmá až devátá kapitola jsou věnovány jednomu z hlavních pilířů finančního systému, což jsou finanční dokumenty. V sedmé kapitole jsou představeny jejich náležitosti, podmínky emise a zároveň provedena klasifikace podle mnoha různých hledisek. Osmá kapitola je zaměřena na majetkové cenné papíry, přičemž největší prostor je věnován akciím. Devátá kapitola se zase věnuje dlužnickým cenným papírům a zejména pak dluhopisům, jakožto nejrozšířenějšímu typu z této skupiny. Desátá kapitola je věnována finančním trhům a obchodování na nich. Přináší zejména podrobné členění finančních trhů s informacemi o každém typu a také základní možnosti aktivního obchodování. Kromě vybraných investičních strategií je rozebrána problematika cen akcií a indexů akciových trhů.

Poslední dvě kapitoly uzavírají publikaci a tematicky se věnují poslednímu pilíři finančního systému, a to finančním institucím. Jedenáctá kapitola je zaměřena na depozitní instituce a především komerční banky a různé aspekty jejich činnosti a hospodaření. Dvanáctá kapitola pak představuje nedeponitní finanční instituce, mezi které řadíme pojišťovny, investiční společnosti, podílové nebo penzijní fondy.

# 1 VSTUP DO SVĚTA FINANČÍ



## RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY

V této úvodní kapitole si vysvětlíme, proč v každé ekonomice přísluší financím a finančnímu systému speciální místo a jedinečná úloha. Zjistíme, že díky financím se mohou uskutečňovat veškeré ekonomické aktivity a díky finančnímu systému zase finanční toky. Představíme si hlavní prvky světa financí a finančního systému a ukážeme si, jaké mezi nimi existují vazby. Efektivní fungování světa financí je podmíněno dodržováním základních finančních pravidel a principů, které si vysvětlíme. Na závěr si ukážeme, proč jsou finance důležité i pro další ekonomické disciplíny.

---



## CÍLE KAPITOLY

- Objasnit význam a důležitost financí v ekonomice.
  - Definovat klíčové prvky světa financí.
  - Interpretovat vzájemné vazby mezi prvky světa financí.
  - Pochopit základní principy financí a aplikovat je na konkrétní příklady.
  - Vysvětlit propojení financí na další ekonomické disciplíny.
- 



## KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY

Svět financí, finance, finanční systém, finanční instituce a trhy, investice, finanční služby, finanční management, principy financí, časová hodnota, riziko, kompenzace rizika, diverzifikace rizika, finanční informace, efektivita finančních trhů, etika ve financích, finance v dalších ekonomických disciplínách.

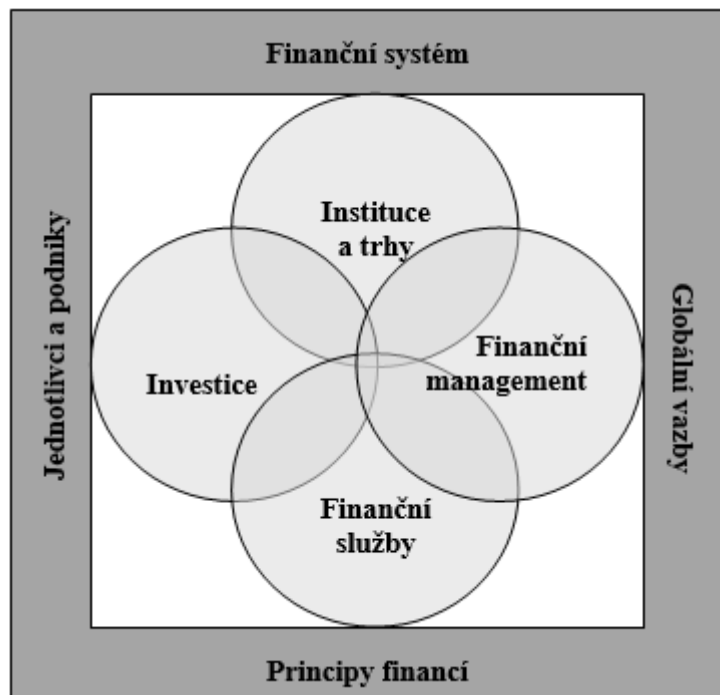
---

Zkuste se zeptat několika lidí, co jsou finance. S největší pravděpodobností dostanete mnoho různých odpovědí: „Jsou to peníze a způsoby, jak je používáme.“ „Jedná se o to, jak fungují banky.“ „Když investuji do cenných papírů, patří to do financí.“ „Znamená to, když si lidé a podniky chtějí půjčit peníze.“ „Rozhodování o tom, jak dosáhnout nejvyššího zisku.“



I když každá z odpovědí je jiná, všechny jsou správné. Je tak evidentní, že finance představují ve všech aspektech širokou oblast. V rámci financí zkoumáme, jak jednotlivci, instituce, vlády a podniky získávají, utrácí a spravují peníze a další finanční aktiva.

Složitost světa financí, jeho dílčí součásti i jejich vzájemnou propojenost můžeme pro větší názornost zobrazit graficky (Obrázek 1-1).



**Obrázek 1-1: Svět financí**

Zdroj: vlastní zpracování

Svět financí je definován rámcem, který je dále tvořen finančním systémem, globálními či mezinárodními finančními vazbami, základními principy financí a samozřejmě jednotlivci a podniky, kteří ve světě financí aktivně působí. V takto definovaném rámci následně existují a vzájemně se ovlivňují čtyři základní oblasti financí, kterými jsou finanční instituce a trhy, finanční management, finanční služby a investice. Jelikož většině zmíněných součástí světa financí jsou v této publikaci věnovány samostatné kapitoly, jsou v první kapitole uvedeny pouze základy nezbytné ke správnému pochopení úlohy, fungování a funkce financí.

## 1.1 Základní oblasti financí

### FINANČNÍ INSTITUCE A TRHY

Finanční instituce zahrnují mimo jiné banky, pojišťovny, penzijní či podílové fondy nebo družstevní záložny a jsou pevnou součástí trhu finančních služeb, které nabízejí svým klientům – jednotlivcům (domácnostem) a podnikům. Ve svém podnikání musí finanční

instituce vhodně reagovat na pohyby úrokových sazeb, rozumět faktorům, které pohyb způsobují, řídit různé typy rizik, přizpůsobovat se platným pravidlům regulace a dohledu ze strany státu a nabízet vhodnou paletu finančních produktů a služeb. Finanční trhy jsou buď skutečná fyzická místa nebo elektronické platformy, které podporují tok finančních prostředků mezi investory, podniky, finančními a vládními institucemi tím, že nabízejí a zprostředkovávají investice do různých druhů finančních aktiv (cenné papíry, deriváty, devizy, drahé kovy, aj.).

### **INVESTICE**

Tato oblast financí se zaměřuje na rozhodování jednotlivců a podniků o umístění finančních prostředků do konkrétních cenných papírů nebo jiných finančních dokumentů. Ke klíčovým otázkám při investování patří určení hodnoty, výnosu a rizika dané investice a stanovení optimálního mixu finančních aktiv, které budou tvořit portfolio investora.

### **FINANČNÍ SLUŽBY**

Jedná se o oblast financí, která bezprostředně souvisí s funkcemi a činnostmi finančních institucí. Všechny instituce, které spravují peníze, nabízejí služby, které pomáhají jejich klientům starat se o vlastní finanční prostředky nebo získat zdroje pro financování různých cílů a projektů.

### **FINANČNÍ MANAGEMENT**

Oblast finančního managementu se dotýká řízení financí v podmínkách podniku. Zahrnuje rozhodnutí, která činí všechny podniky a která se týkají například rozšiřování výroby a způsobu financování takové expanze nebo řízení pohledávek a rozhodnutí, za jakých podmínek budou prodávány produkty podniku. Do finančního managementu patří také rozhodnutí o optimální výši hotovosti a dalších likvidních finančních prostředků, sloučení s jinou společností, vydání cenných papírů nebo stanovení, v jaké výši budou vyplaceny dividendy nebo jakým jiným způsobem bude rozdělen zisk z podnikání.

Z popisu jednotlivých oblastí i z grafického vyjádření je patrné, že existuje výrazná míra vzájemného provázání. Bankéř rozhodující o poskytnutí úvěru podniku musí mít dobrou znalost finančního managementu a podnikových financí, aby uměl finanční situaci a zdraví podniku správně vyhodnotit. Totéž platí i pro analytika cenných papírů, který rozhoduje, do kterých akcií je vhodné investovat. Znalost finančních služeb i základních principů financí je nezbytná pro finančního poradce i finanční instituce, aby byli schopni klientům nabídnout a doporučit vhodné produkty. Stejně tak i finanční manažer podniku by měl vědět, jak banky a investoři posuzují jednotlivé podniky a rozhodují se o umístění finančních prostředků a investic.

## 1.2 Základní principy financí

Svět financí je založen na několika základních principech. Jejich porozumění nám umožní nejenom lépe pochopit aktuální dění ve finančním světě, ale také vývoj a změny, které nastanou v budoucnosti. Všechny principy jsou použitelné i v dalších ekonomických oblastech a aktivitách. Základní principy financí odrážejí význam času, rizika, informací, trhu, stability a etiky.

### ČAS MÁ HODNOTU

První základní princip financí říká, že čas má hodnotu, neboli peníze mají časovou hodnotu. Jinými slovy můžeme konstatovat, že stejná peněžní částka má různou hodnotu v různých časových okamžicích. Z pohledu financí je lepší mít k dispozici například tisíc korun dnes než tisíc korun za rok nebo pět let. Jestliže máme peníze nyní, můžeme je utratit a mít z toho okamžitý užitek nebo je můžeme investovat a celý rok nebo pět let z této investice inkasovat výnosy. Dalším významným faktorem, proč preferujeme současné peníze před budoucími, je vysoká pravděpodobnost inflace neboli růstu cenové hladiny v ekonomice. V důsledku růstu cen klesá kupní síla peněz a za tisíc korun si dnes nejspíše budeme moci koupit více zboží a služeb než v budoucnosti.

Důležitost času ve světě financí lze ilustrovat také na příkladu úvěru nebo půjčky. Většina úvěrových smluv umožňuje dlužníkovi splácet dlužnou částku v dílčích splátkách v průběhu delšího časového období. Pokud si například vezmete hypotéku na koupi nového bytu, banka vám umožní splácet dluh v měsíčních splátkách po dobu několika let. Jestliže si následně sečtete všechny splátky, zjistíte, že jste zaplatili více, než byla výše úvěru. Vysvětlení spočívá v tom, že dlužník platí věřiteli navíc úroky, které představují určitou kompenzaci za to, že věřitel nemůže poskytnuté peníze po danou dobu nijak jinak využívat.

Úrokové sazby a úroky jsou klíčové pro fungování tržní ekonomiky. Podrobněji se jim budeme věnovat v kapitole 6. Princip časové hodnoty peněz budeme používat na mnoha místech této publikace. Zásadní je zejména aplikace tohoto principu při ohodnocování dluhopisů, akcií a dalších cenných papírů a zodpovězení otázky, kolik je investor ochoten zaplatit za konkrétní cenný papír nebo investovat do konkrétní investice. Význam času musíme vzít v potaz i při rozhodování, kolik peněžních prostředků je nezbytné investovat dnes nebo v pravidelných intervalech, abychom k určitému okamžiku v budoucnosti dosáhli stanoveného finančního cíle.

### RIZIKO JE KOMPENZOVÁNO

Nejenom finanční svět je plný nejistoty. Mnohem více událostí se může stát, než se skutečně stane. Některé z možností jsou pozitivní a vítané, jiné jsou negativní a nechtěné a znamenají riziko. Žádný rozumně uvažující jedinec nebude vyšší riziko podstupovat dobrovolně a bez dodatečného přínosu. Ve světě financí chápeme riziko jako nejistotu, že v budoucnu nebude dosaženo požadovaného výnosu (zisku) z investice.

Jako příklad uveďme investici milión korun do nové vznikající společnosti. Za rok může společnost zbankrotovat a investor přijde o celou investici. Na druhé straně se ale může společnost úspěšně etablovat na trhu, být zisková a hodnota investice se zvýší na dva a půl milionu korun. Výrazný rozdíl mezi možnými výsledky investice a dosaženými výnosy představuje riziko. Místo investice do neznámé a startující společnosti může investor investovat stejný milion do státních dluhopisů, kde se očekávaná hodnota investice za rok pohybuje mezi 950 tisíci a 1,1 milionem korun. Racionální investor bude považovat investici do společnosti jako rizikovější a uskuteční ji pouze v případě, že očekávaný výnos bude natolik vysoký, aby zvýšené riziko kompenzoval. Ve světě financí je tak riziko kompenzováno jasnými peněžními toky a platbami. Čím vyšší je podstupované riziko, tím vyšší jsou požadovány i peněžní kompenzace respektive výnos.

Princip kompenzace rizika lze pozorovat i v investičním rozhodování podniků, kdy manažeři vyhodnocují různé alternativy a varianty projektů právě z pohledu poměru rizika a výnosu. Další příklad můžeme nalézt při srovnání úrokových sazeb u dluhopisů. I společnost, která se potýká s existenčními problémy, je schopna vydat dluhopisy. Aby však našla investory ochotné do takových dluhopisů investovat, musí nabídnout velmi vysokou úrokovou sazbu. Investorovi tak bude vynahrazeno zvýšené riziko, že společnost zkrachuje a nebude schopná dluh splatit. Riziko je kompenzováno výnosem.

## DIVERZIFIKACE SNÍŽUJE RIZIKO

Z předchozího principu financí již víme, že u investice s vyšším rizikem je požadován vyšší výnos. Pokud ovšem neumístíme veškeré finanční prostředky pouze do jedné investice, ale do několika různých investic, část celkového rizika může být odstraněna respektive diverzifikována. Použijeme opět příklad investice do nové společnosti s možným výnosem 0 nebo 2,5 milionu korun. Nyní předpokládejme, že existuje i alternativní možnost investice do zcela jiné společnosti, kde opět očekáváme výnos z milionové investice buď 0 nebo 2,5 milionu. Rozhodneme se proto investici rozdělit na dvě části a do každé společnosti investovat půl milionu korun. Očekávaný výnos každé z nich tedy bude 0 nebo 1,25 milionu. Tato investiční strategie následně může skončit čtyřmi výsledky: obě investice nepřinesou žádný výnos, obě investice vytvoří výnos 1,25 milionu nebo jedna skončí na nule a druhá bude v zisku (blíže Tabulka 1-1).

**Tabulka 1-1: Diverzifikace rizika**

	<b>kombinovaná investice</b>	<b>možný výnos</b>	<b>kombinovaný výnos</b>
Výsledek 1	0,5 mil. + 0,5 mil.	0 + 0	0
Výsledek 2	0,5 mil. + 0,5 mil.	0 + 1,25 mil.	1,25 mil.
Výsledek 3	0,5 mil. + 0,5 mil.	1,25 mil. + 0	1,25 mil.
Výsledek 4	0,5 mil. + 0,5 mil.	1,25 mil. + 1,25 mil.	2,5 mil.

Zdroj: vlastní zpracování

Pokud každý z možných výsledků nastane s pravděpodobností 25 %, většina investorů bude preferovat kombinovanou investici před úplným investováním všech prostředků do

jedné z alternativních investic. Pravděpodobnost maximálního zisku je sice v kombinované investici pouze 25 %, ale stejně tak je méně pravděpodobné, že výnos investice bude nulový. Naopak existuje 50% pravděpodobnost, že získáme výnos ve výši 1,25 milionu.

### **INFORMACE JSOU KLÍČOVÉ PRO ROZHODOVÁNÍ**

Kvalitnímu rozhodnutí by měl předcházet sběr potřebných informací a jejich vyhodnocení. Úsilí vynaložené na sběr a vyhodnocení informace se však liší podle důležitosti rozhodnutí. Zatímco při koupi sendviče za 50 korun zpravidla nebudeme před rozhodnutím provádět obsáhlou analýzu, při koupi automobilu za 400 tisíc korun už určitě budeme nabízené možnosti porovnávat z více hledisek a mnohem pečlivěji. Stejný princip platí i pro svět financí a finanční investice.

V kapitolách 2 a 12 si například ukážeme, jak banky přetvářejí získaná depozita na úvěry. Dříve než banka poskytne úvěr domácnosti nebo firmě, musí prověřit finanční situaci žadatele o úvěr. Úkolem a cílem banky je zjistit, zda potenciální dlužník je dostatečně kvalitní a bude schopen poskytnutý úvěr řádně splácet. Všechny banky si proto vytvářejí systémy, jak takové vyhodnocení co nejlépe provést.

Informace jsou klíčové i v dalších segmentech finančního světa. Jakákoliv investice do cenných papírů, například akcií nebo dluhopisů, vyžaduje, aby byla předem vyhodnocena kvalita emitenta a odhadnuty jeho perspektivy a budoucí vývoj. Ve světě financí se ovšem vyskytují i případy, kdy některé důležité informace nejsou volně dostupné a přístup k nim a může vést k rozhodnutím, která by při znalosti všech informací nebyla přijata. Blíže se informační asymetrii budeme věnovat v kap. 2.

### **FINANČNÍ TRHY JSOU EFEKTIVNÍ**

Trhy jsou jádrem ekonomického systému. Jsou místem, kde se potkávají kupující a prodávající neboli poptávka a nabídka. Finanční trhy jsou pro ekonomiku klíčové, jelikož na ně míří firmy, aby získaly zdroje emisí cenných papírů, a také investoři, kteří do finančních aktiv umísťují své úspory. Svým fungováním by finanční trhy měly přispět ke stanovení rovnovážné ceny a optimálnímu rozmístění (alokování) zdrojů. Finanční trhy totiž absorbují všechny dostupné informace, které přetvářejí na ceny, jež následně fungují jako měřítko a ukazatel toho, co je nadhodnocené a co podhodnocené. Tyto informace jsou dále klíčové pro efektivní alokaci zdrojů, neboť kapitál bude proudit tam, kde je potenciál největšího zhodnocení.

Efektivnost finančních trhů spočívá i v tom, jak zpracují nové informace. Na efektivním trhu je nově dostupná informace ihned reflektována v ceně, která se adekvátně upraví. Představme si situaci, že cena akcií jisté společnosti je aktuálně 300 Kč. Na efektivním trhu budou kupující i prodávající považovat tuto cenu za reálnou a férovou hodnotu akcie. Obchody s akciemi se tak v případě relativní rovnováhy mezi nabídkou a poptávkou budou realizovat v cenách blízkých 300 Kč. Společnost však oznámí, že na trh uvede nový výrobek, od něhož se očekává, že výrazně zvýší příjmy a zisk společnosti. Investoři na tuto

novinku zareagují pozitivně a začnou akcie poptávat za cenu 400 Kč. Pokud je trh efektivní, okamžitě tuto informaci zapracuje do ceny, která se skutečně zvýší směrem k 400 Kč. Efektivnost finančních trhů je významně podpořena skutečností, že tisíce profesionálních obchodníků neustále vyhledávají nesprávně oceněné cenné papíry a při jejich nalezení zaujmají patřičné investiční pozice, které cenu posunou zpět ke skutečné a férové úrovni.

## **ETIKA JE DŮLEŽITÁ**

Pověst každého jednotlivce je úzce spjata s etickými standardy jeho chování. Etické chování organizace nebo instituce pak vychází z etického chování jejích ředitelů, manažerů i zaměstnanců. Bohužel existuje mnoho případů, kdy jednotlivci na v různém postavení a různé úrovni řízení v rámci instituce selhali, zachovali se eticky a uskutečnili podvody či jiné nelegální praktiky. Je nutné konstatovat, že často byla hlavním motivem pro neetické jednání chamtivost po vyšších ziscích v podobě vyšší platů, mimořádných bonusů a dalších osobních výhod. Kromě osobních trestů však takové chování znamená i pošramocenou pověst a ztrátu důvěry v celou instituci, pro kterou tito lidé pracovali.

Ve finančním světě bylo v několika posledních desetiletích také odhaleno mnoho závažných porušení etických pravidel. Nejčastěji se jednalo o zneužití důvěrných informací pro osobní prospěch, úplatky za účelem získání kontraktu, účetní podvody a obcházení regulačních nařízení nebo převedení podnikových aktiv k soukromému využití. Ve skutečnosti platnost tohoto základního principu financí závisí více na jednotlivcích dodržujících etická pravidla než na tržních mechanismech. Při hodnocení etického chování je třeba si uvědomit, že se nejedná o pouhé dodržování pravidel a legislativních nařízení. Skutečné etické chování znamená více a jeho praktickému uplatňování napomáhají například kodexy etického chování, které nejenom finanční instituce pro své zaměstnance vydávají.

## **1.3 Důležitost financí pro další oblasti**

Základní principy financí, které jsme si představili, společně se zásadní úlohou peněz a finančního systému pro celou ekonomiku vytvářejí důležitost financí i pro další ekonomické obory a oblasti. Nejlépe lze propojenost financí s dalšími obory ilustrovat na příkladu podniku, v němž se střetává mnoho různých procesů a činností.

### **MANAGEMENT**

V souvislosti s managementem se často hovoří o rozhodování v personální oblasti, strategickém plánování nebo řízení podnikových procesů a aktivit. Strategické plánování, které z hlediska budoucího rozvoje podniku patří k nejdůležitějším činnostem, by nebylo plnohodnotné bez posouzení, jaké mají stanovené plány finanční zdroje a jak jejich uskutečnění ovlivní celkovou finanční situaci firmy. Personální záležitosti jako přijímání nových zaměstnanců, stanovení platů i mimořádných odměn musí být koordinováno s finančními rozhodnutími tak, aby vše mělo dostatečné finanční krytí. Manažeři by tak měli mít znalosti finančních principů a zákonitostí, na jejichž základě by přijímali kvalifikovaná rozhodnutí.

## MARKETING

Při absolvování kurzu marketingu se dozvíte, že úspěch výrobků a služeb na trhu silně závisí na čtyřech marketingových P: *product, price, place a promotion*. Nepochybně přínejmenším cena a objem reklamy a dalších forem podpory prodeje musejí být stanoveny v součinnosti s finančními manažery podniku. Nesprávně stanovená cena může negativně ovlivnit výnosy společnosti a špatně nastavená podpora prodeje zase neadekvátně zvýšit náklady. Marketingová a finanční stránka podnikání by proto měly být úzce koordinovány. Jiným slovy lidé zodpovědní za marketing firmy by měli rozumět, jak marketingová rozhodnutí ovlivňují a jsou ovlivňována například dostupností finančních zdrojů, úrovní zásob nebo stupněm využití výrobních kapacit.

## ÚČETNICTVÍ

V mnoha společnostech, zejména malých podnicích, je velmi obtížné rozlišit mezi účetnictvím a financemi. Obě oblasti jsou výrazně propojeny a účetní tak obvykle přijímají finanční rozhodnutí a naopak. Obecně jsou ale finanční manažeři ve svých rozhodnutích velmi závislí na účetních informacích. Účetní by proto měli rozumět, jak a proč finanční manažeři informace z účetních výkazů používají, aby jim mohli tyto informace poskytnout včas a v potřebné podobě. Účetní by rovněž měli chápat, jak jsou účetní data o společnosti používána investory, věřiteli nebo konkurenčními podniky.

## INFORMAČNÍ SYSTÉMY

Pro zodpovědné rozhodování potřebují finanční manažeři přístup k věrohodným informacím v jakémkoliv okamžiku, kdy je potřeba. Vybudování a správa takového informačního systému je obvykle nákladná, ale ještě nákladnější mohou být důsledky rozhodnutí, které bylo učiněno bez znalosti potřebných informací. Různé typy informací vyžadují různé informační systémy. Specialisté v oblasti informačních systémů proto spolupracují s finančními manažery a definují, jaké informace jsou zapotřebí, jak by měly být uchovávány, jakým způsobem zajistit přístup k informacím. Je vždy žádoucí, když odborníci na informační systémy dokážou také pochopit, jak kvalita a dostupnost informací ovlivní hospodaření podniku.

## EKONOMIE

Finance a ekonomie jsou si natolik podobné, že na některých univerzitách jsou předměty z obou oblastí vyučovány na jedné katedře. Mnoho nástrojů používaných pro finanční rozhodování se vyvinulo z ekonomických modelů a teorií. Rozdíl můžeme vidět v tom, že finanční manažeři vyhodnocují informace a přijímají rozhodnutí ohledně financí konkrétní společnosti, ekonomové vyhodnocují informace a předpovídají vývoj odvětví nebo celé ekonomiky. Kauzální vazba mezi ekonomikou a financemi je obousměrná. Ekonomická aktivita nebo hospodářská politika ovlivňují finanční rozhodnutí a finanční rozhodnutí jednotlivých podniků se promítají do vývoje celého hospodářství.





## SAMOSTATNÝ ÚKOL

Najděte 8 různých investičních příležitostí (vklad v bance, podílové fondy, státní dluhopisy, apod.) a seřaďte je podle rizika od nejbezpečnější k nejvíce rizikové. Dále ke každé investiční příležitosti vyhledejte výnos a prozkoumejte, zda platí pravidlo, že riziko je kompenzováno.

---



## OTÁZKY

1. Jaké jsou základní oblasti financí?
  2. Co znamená časová hodnota peněz?
  3. Je více riziková státní pokladniční poukázka nebo podnikový dluhopis a proč?
  4. Dojde ke snížení (diverzifikaci) rizika, pokud investici rozdělím do akcií dvou výrobců automobilů ze stejné země?
  5. Co znamená, že finanční trh je efektivní?
- 



## SHRNUTÍ KAPITOLY

Význam a důležitost financí a finančního systému v moderní tržní ekonomice vyplývá především ze skutečnosti, že se jedná o ekonomiku peněžní, v níž peníze jsou hlavním měřítkem hodnoty a finanční stránka je obsažena v každé ekonomické aktivitě či transakci. S financemi tak přicházejí do aktivního styku všechny ekonomické subjekty jako jednotlivci, podniky nebo stát a jeho orgány. Svět financí je složen ze čtyř klíčových oblastí, kterými jsou finanční instituce a trhy, investice, finanční služby a finanční management. Aktivity v jednotlivých oblastech a jejich vzájemné vztahy a působení jsou navíc ukotveny v rámci, který je určen finančním systémem, globálními vazbami, činností jednotlivců a firem a hlavními principy financí.

Finanční toky jsou realizovány v rámci finančního systému, kde klíčová úloha připadá zejména finančním institucím a finančním trhům. Stabilita a efektivní fungování finančního systému je jedním ze základních předpokladů dobrého fungování a rozvoje celé ekonomiky. Stabilita finančního systému a celého světa financí však do značné míry závisí na dodržování základních principů financí. Je proto důležité porozumět, že čas má hodnotu, riziko je kompenzováno, diverzifikace snižuje riziko, informace jsou klíčové pro rozhodování, finanční trhy jsou efektivní a etika je důležitá. Význam financí se projevuje i jejich propojením a vlivem na další ekonomické disciplíny jako jsou management, marketing nebo účetnictví.

---



**ODPOVĚDI**



1. Základními oblastmi financí jsou finanční instituce a trhy, investice, finanční služby a finanční management.
  2. Časová hodnota peněz znamená, že stejná peněžní částka má různou hodnotu v různých časových okamžicích.
  3. Více rizikový je podnikový dluhopis, jelikož je dlouhodobější než několikaměsíční pokladniční poukázka a rovněž jakýkoliv podnik má vyšší riziko bankrotu než stát.
  4. Dojde pouze k minimálnímu snížení rizika, které spočívá v samostatné existenci a tím i samostatnému hospodaření podniků. Nedojde ovšem k diverzifikaci rizika země ani rizika odvětví.
  5. Na efektivním finančním trhu je nově dostupná informace ihned reflektována v ceně, která se adekvátně upraví.
-

## 2 FINANČNÍ SYSTÉM



### RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY

V této kapitole si nejprve ukážeme strukturu finančního systému, představíme jeho jednotlivé prvky a vysvětlíme vazby, které mezi nimi existují. Dále se budeme věnovat základním funkcím finančního systému, přičemž důraz bude kladen na přeměnu úspor v investice, zajišťování platebního a zúčtovacího styku a vytváření informací, které je spojeno se snižováním informační asymetrie. V této souvislosti si ukážeme rozdíly mezi systémem založeným na finančních institucích a systémem založeným především na finančních trzích, vysvětlíme si, jak jsou uskutečňovány úhrady a platby a vysvětlíme si základní typy informační asymetrie. Nakonec se budeme věnovat finanční stabilitě. Vysvětlíme si, proč je důležitá a jaká rizika se při jejím dosahování musí brát v úvahu. Diskutovat budeme rovněž otázku regulace a dohledu nad finančním systémem, a to konkrétně na příkladu České národní banky, která regulaci a dohled vykonává v Česku.



### CÍLE KAPITOLY

- Naučit se strukturu finančního systému a pojmenovat jeho prvky.
- Pochopit funkci jednotlivých prvků finančního systému.
- Interpretovat vzájemné vazby mezi prvky finančního systému.
- Definovat funkce finančního systému.
- Vysvětlit mechanismus přeměny úspor v investice v rámci finančního systému a upozornit na rozdíly v jednotlivých zemích.
- Popsat klíčové parametry zajištění platebního a zúčtovacího styku.
- Vlastními slovy popsat podstatu jednotlivých typů informační asymetrie a uvést konkrétní příklady z finanční praxe.
- Definovat finanční stabilitu a vysvětlit její význam pro finanční systém a ekonomiku.
- Charakterizovat regulaci a dohled nad finančním systémem včetně různých modelů uspořádání.
- Stanovit úlohu ČNB v regulaci a dohledu a popsat její činnost.

**KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY**

Struktura finančního systému, centrální banka, orgán regulace a dohledu, finanční instituce, finanční trhy, finanční dokumenty, úspory, investice, přímé financování, nepřímé financování, M-systém, B-systém, transformace kapitálu, platební a zúčtovací styk, informační asymetrie, morální hazard, nepříznivý výběr, finanční stabilita, Česká národní banka, zpráva o finanční stabilitě, regulace, dohled, sektorový model, funkcionální model.

Všechny ekonomické subjekty (domácnosti, podniky, vládní instituce, zahraniční subjekty) vstupují do celé řady hospodářských aktivit, jako jsou obchod se zbožím i službami, investice, tvorba úspor, zaměstnání, úvěry apod. Jelikož moderní ekonomika je bytostně spjata s penězi (blíže v kap. 3), každá hospodářská aktivita má svou finanční stránku, která se uskutečňuje v rámci finančního systému. Finanční systém se tak dotýká všech hospodářských procesů i subjektů a představuje klíčovou součást ekonomického uspořádání. Jeho efektivní fungování a stabilita je nezbytnou podmínkou hospodářského růstu a rozvoje.

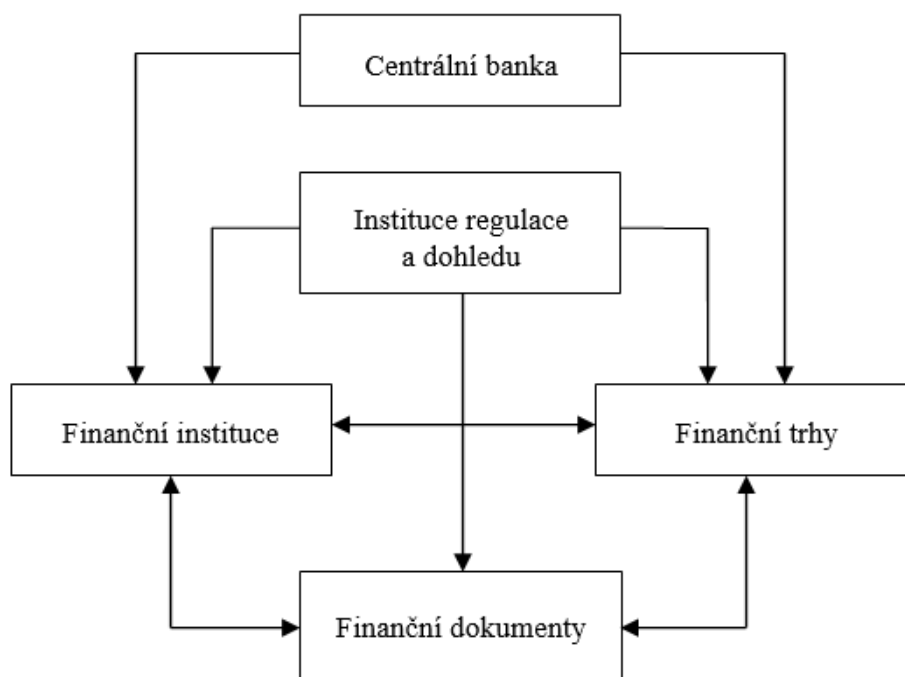
## 2.1 Struktura finančního systému

Stejně jako každý jiný systém je i finanční systém sestaven z několika dílčích prvků. Kromě jednotlivých prvků ovšem do systému patří i vzájemné vazby. Dílčí prvky systému totiž nefungují samostatně a na sobě nezávisle, ale jsou vzájemně silně propojeny a ovlivňují se. Struktura finančního systému je graficky zachycena v Obrázku 2-1. Ve finančním systému je obsaženo celkem pět dílčích prvků: centrální banka, jedna nebo více institucí zodpovědných za regulaci a dohled nad finančním systémem, finanční instituce, finanční trhy a finanční dokumenty (instrumenty). Ačkoliv prvky a vazby jsou společné pro finanční systémy všech zemí s tržní ekonomikou, existují významné rozdíly zejména v důležitosti jednotlivých prvků, konkrétně pak v relativním významu finančních institucí a finančních trhů.

Centrální banka je vrcholným orgánem měnové politiky, která má za úkol prostřednictvím svých nástrojů zajistit cenovou stabilitu. Za tímto účelem centrální banka ovlivňuje množství peněz v oběhu (peněžní zásobu), stanovuje některé z hlavních úrokových sazeb v ekonomice nebo reguluje objem rezerv finančních institucí. Centrální banka rovněž zabezpečuje fungování systému plateb a zúčtování hotovostních i bezhotovostních transakcí. Podrobněji se centrální bance a měnové politice budeme věnovat v kapitole 5.

Díky důležitosti a nenahraditelnosti je finanční systém v každé ekonomice subjektem státní regulace a dohledu. Zatímco regulace znamená stanovení norem a pravidel pro fungování finančního systému a jeho dílčích prvků, dohled se zaměřuje na kontrolu jejich dodržování a případné sankce. Institucionální uspořádání regulace a dohledu se v jednotlivých

zemích liší. Může být organizován jako integrovaný v jedné instituci nebo jako decentralizovaný a založený na paralelním fungování více institucí s odlišným zaměřením. Regulace a dohled stejně jako stabilita finančního systému jsou blíže diskutovány v kapitole 2.3.



**Obrázek 2-1: Struktura finančního systému**

Zdroj: vlastní zpracování

Finančními institucemi rozumíme instituce, které na jedné straně získávají z různých zdrojů peněžní prostředky a na druhé straně je investují s cílem realizovat výnos. Peněžní prostředky finanční instituce získávají například od domácností, podniků nebo jiných finančních institucí a investují je do úvěrů, cenných papírů, drahých kovů nebo dalších finančních a reálných aktiv. K finančním institucím patří např. komerční (obchodní) banky, spořitelny, investiční a pojišťovací společnosti či makléřské firmy. Podrobnější charakteristika finančních institucí je obsažena v kapitolách 11 a 12 této učebnice.

Finanční trhy představují místa, kde dochází k nákupu a prodeji všech druhů finančních aktiv. Dochází na nich nejen ke změně vlastnictví aktiv, ale také přes finanční trhy proudí finanční toky od kupujících k prodávajícím. V praxi existuje mnoho typů finančních trhů. Podle druhu obchodovaných aktiv rozlišujeme například trh peněžní, kapitálový, akciový, dluhopisový, derivátový nebo devizový. Podrobnější analýza finančních trhů je obsažena v kapitole 10.

Finančními dokumenty chápeme všechny druhy cenných papírů a finančních instrumentů, které umožňují dokumentování závazků a pohledávek. Máme pochopitelně na mysli závazky a pohledávky vzniklé na základě výměny zdrojů, služeb a jiných reálných hodnot a s nimi souvisejících finančních transakcí mezi stranami, uzavírajícími kontrakt. V našem pojetí tak řadíme mezi finanční dokumenty například i bankovní depozita nebo penzijní

připojištění, které jsou někdy v jiných klasifikacích řazeny do samostatné kategorie finančních služeb. K tradičním příkladům finančních dokumentů pak patří akcie, dluhopisy, směnky, podílové listy, opce, futures nebo termínové kontrakty. Detailněji se finančním dokumentům budeme věnovat v kapitolách 7, 8 a 9.

Vazby, které existují mezi jednotlivými prvky finančního systému, můžeme popsat následovně. Centrální banka provádí v rámci měnové politiky různé typy operací s komerčními bankami, pomocí nichž ovlivňuje peněžní zásobu. Centrální banka dále stanovuje sazbu povinných minimálních rezerv, které jsou komerční banky povinny odvádět z přijatých vkladů. Ve spolupráci s komerčními bankami rovněž centrální banka zabezpečuje fungování platebního a zúčtovacího styku neboli zúčtování všech bankovních převodů, výběrů z bankomatů nebo plateb provedených v hotovosti. Na finanční trhy má centrální banka největší vliv prostřednictvím úrokových sazeb, které určuje. Úrokové sazby centrální banky a jejich změny mají bezprostřední vliv na další úrokové sazby v ekonomice a ovlivňují tak i objem obchodů a ceny finančních aktiv obchodovaných na finančních trzích.

Orgán státní regulace a dohledu má pravomoci stanovit pravidla fungování jak finančních institucí, tak i finančních trhů. U institucí se jedná například o podmínky získání licence, opatření týkající se hospodaření institucí nebo způsobu řízení finančních rizik. Definovány jsou rovněž postupy, jak finanční instituce musí regulátora o své činnosti informovat. Ve vztahu k finančním trhům se pravidla týkají zejména způsobu obchodování, stanovení podmínek pro obchodníky na finančních trzích či ochrany investorů a klientů. U finančních dokumentů se jedná zejména o podmínky emisí cenných papírů nebo informační povinnosti emitentů.

Finanční instituce mají přímou vazbu na finanční trhy a finanční dokumenty, neboť vystupují jako investoři či obchodníci s cennými papíry. Finanční instituce mohou také cenné papíry samy vydávat nebo poskytovat poradenské či jiné služby při emisích cenných papírů na finančních trzích. Vazba mezi finančními trhy a finančními dokumenty je zřejmá a logická, protože se jedná o místo a předmět obchodování.

## 2.2 Funkce finančního systému

Ke studiu funkcí finančního systému se v teoretické rovině používají dva zcela odlišné přístupy. Prvním z nich je institucionální pohled, který chápe institucionální uspořádání finančního systému jako dané a zkoumá, co je zapotřebí učinit, aby jednotlivé prvky a instituce finančního systému plnily své funkce efektivně. Druhý přístup označujeme jako funkcionální a předpokládáme, že funkce finančního systému jsou dané. Funkcionální přístup pak zkoumá institucionální uspořádání finančního systému a hledá takové, které bude nejlépe plnit stanovené funkce. V této učebnici se kloníme k funkcionálnímu přístupu. Vycházíme totiž z předpokladu, že navzdory technologickému pokroku, procesu globalizace, finančním inovacím a dalším trendům, které bezesporu mají vliv na strukturu finančního systému, nedochází ke změnám základních funkcí, jež finanční systém v ekonomice plní. Tyto funkce zůstávají v podstatě neměnné v průběhu času a jsou shodné napříč zeměmi.

Celkově tak funkcionální přístup spočívá na dvou premisách: „Funkce finančního systému jsou stabilnější než struktura finančního systému“ a „Institucionální uspořádání následuje funkce.“ Finanční systém plní následující tři základní funkce:

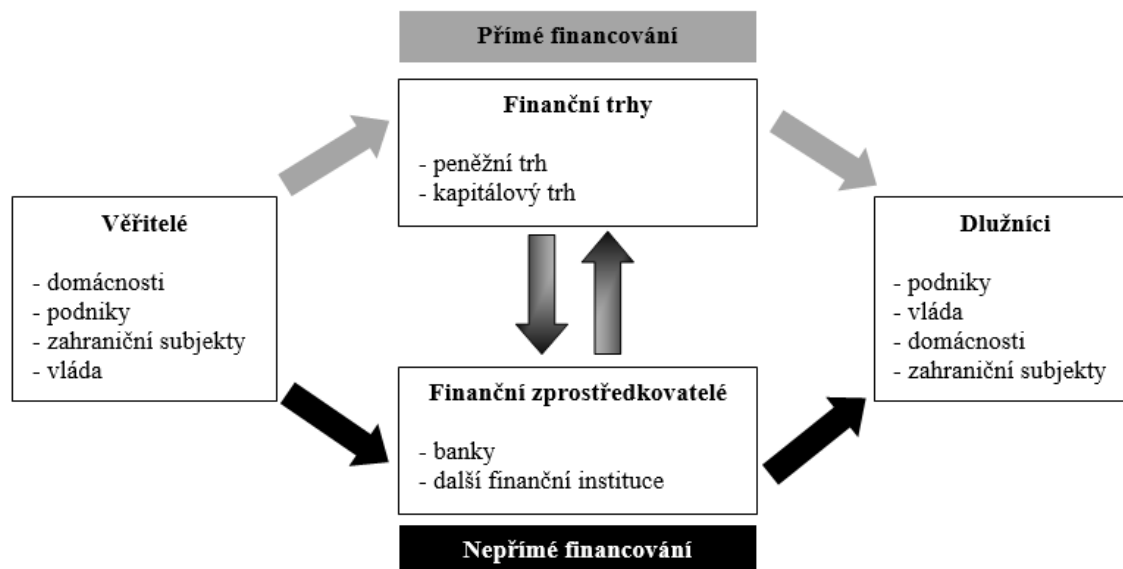
- Přeměna úspor na investice,
- Zajištění platebního a zúčtovacího styku.
- Vytváření informací a snížení informační asymetrie.

### **2.2.1 PŘEMĚNA ÚSPOR NA INVESTICE**

Úspory a investice představují v každé ekonomice klíčové proměnné, jež mají zásadní vliv na hospodářský růst a celkový rozvoj ekonomiky. Je zřejmé, že úspory a investice, jejich výše i dynamika závisí na celé řadě faktorů – především však na důchodech hospodářských subjektů a na úrokových sazbách. Úspory mohou vzniknout pouze za podmínky, že se ekonomické subjekty zřeknou současné spotřeby a odloží ji do budoucna. Hlavním motivem takového chování je představa, že budoucí spotřeba spořicího subjektu bude vyšší než současná. Vyšší spotřebu zajistí produktivní využití úspor jejich přeměnou na investice, které přinesou dodatečný výnos. Tento proces v podstatě znamená transfer kapitálu a kupní síly mezi spořicími ekonomickými subjekty na jedné straně a subjekty, které mají nedostatek kapitálu a možnost jeho efektivního investování na straně druhé.

S tvorbou úspor jsou spojeny dvě klíčové otázky, a to zda spořit a kam úspory umístit. Jedná se o dvě naprosto odlišné otázky a rozhodnutí, jež jsou ovlivněny odlišnými faktory. Rozhodnutí spořit je vlastně nefinanční rozhodnutí, protože se jedná o odložení současné spotřeby, které závisí především na preferencích ekonomického subjektu a výši důchodu. Naopak rozhodnutí o umístění úspor je již čistě finančním, protože je uskutečňováno primárně v závislosti na výnosu, riziku a likviditě každé investice. I zde ovšem existuje vliv i dalších ekonomických a neekonomických faktorů jako je tradice, rozvinutost finančního systému nebo možnost investic do zahraničních finančních dokumentů.

S pojmem investice se v odborné literatuře můžeme setkat velice často. Je nicméně používán v mnoha významech a interpretacích. V základním členění je vhodné rozlišovat investice na finanční a reálné. Zatímco finančním investicím bude věnována pozornost v této učebnici v kapitolách o finančních dokumentech a finančních institucích, reálné investice stojí mimo oblast našeho zájmu. Reálnými investicemi však myslíme například investice do nemovitostí, dopravní infrastruktury, vybavení průmyslových podniků, nerostných surovin nebo umění. Schematicky jsou přeměna úspor na investice a s tím spojený tok zdrojů finančním systémem zobrazeny v Obrázku 2-2.



**Obrázek 2-2: Tok zdrojů finančním systémem**

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je z obrázku patrné, na straně věřitelů, tedy ekonomických subjektů vytvářejících úspory se nacházejí domácnosti, podniky, zahraniční subjekty (například banky, investiční společnosti nebo mezinárodní instituce) a může zde patřit i vláda. Na straně dlužníků, tedy ekonomických subjektů s nedostatkem finančních zdrojů ale možnostmi jejich využití, se vyskytují podniky, vláda, domácnosti a v důsledku otevřenosti ekonomiky také zahraniční subjekty.

Z prvků finančního systému se na procesu přeměny úspor v investice a přesunu zdrojů od přebytkových k deficitním jednotkám podílejí finanční trhy i finanční instituce (zprostředkovatelé). Na základě toho, zda přesun probíhá přes trhy nebo zprostředkovatele, rozlišujeme přímé a nepřímé financování. Jako příklad přímého financování si můžeme uvést primární emisi akcií (initial public offering, IPO). Akciová společnost usiluje o získání kapitálu pro své podnikání a rozhodne se oslovit potenciální investory veřejnou emisí svých akcií na kapitálovém trhu (kap. 10.2). Investoři z řad domácností, zahraničních subjektů i další věřitelé si vyhodnotí současnou situaci i perspektivy akciové společnosti a rozhodnou se do podniku investovat. Přes finanční trhy tak dochází k přesunu kapitálu od investorů disponujících úsporami k akciové společnosti, která nabízí efektivní využití zdrojů v investicích do svého podnikání.

Nepřímé financování lze rovněž ilustrovat na příkladu expandující společnosti, která ovšem k financování svého rozvoje použije úvěr získaný od banky jakožto finančního zprostředkovatele. Banka zase zdroje potřebné na úvěr získá z depozit, která do banky vložily domácnosti nebo jiné přebytkové spořicí přebytkové subjekty. Intenzivní obousměrný tok kapitálu existuje i mezi finančními trhy a finančními zprostředkovateli. Představme si například banku, která na finančních trzích emituje hypoteční zástavní listy, což je specifická

forma dluhopisu, a získané prostředky použije k poskytnutí hypotéčních úvěrů svým klientům. Domácnosti (individuální investoři) nemusí na kapitálový trh vstupovat pouze přímo, ale své úspory mohou investovat například do podílových nebo penzijních fondů jakožto finančních zprostředkovatelů. Fondy následně investují svěřené prostředky do různých forem finančních dokumentů na finančních trzích. Můžeme tedy konstatovat, že kromě přímého a nepřímého financování může existovat i kombinované financování, kdy do toku zdrojů jsou společně zapojeny finanční trhy i zprostředkovatelé.

## **M-SYSTÉM A B-SYSTÉM**

Skutečnost, zda mají při finančním zprostředkování rozhodující úlohu finanční trhy nebo finanční zprostředkovatelé (banky) je jedním ze základních kritérií pro rozlišení dvou základních typů finančních systémů: M-systému (market-based system) a B-systému (bank-based system). Pro B-systém je charakteristické dominantní postavení bank při finančním zprostředkování. Banky a jejich dceřiné investiční společnosti jsou také významnými investory na kapitálovém trhu. V takovém systému jsou finanční trhy pro firmy pouze doplňkovým zdrojem financování, neboť rozhodující část cizích zdrojů získávají od bank ve formě úvěrů. Úspory domácností směřují především do bank, které používají takto získaná depozita právě k úvěrování firem. M-systém je naopak založen na zprostředkování prostřednictvím finančních trhů. Domácnosti a jednotlivci jednak přímo investují do cenných papírů, jednak investují na kapitálovém trhu prostřednictvím institucionálních investorů (penzijních fondů, investičních fondů).

Základní charakteristika finančního systému jednotlivých zemí, založená na kvantifikaci výše uvedeného přístupu, tak může vycházet z vybraných ukazatelů velikosti a struktury finančních trhů (např. z objemu emitovaných dlužnických cenných papírů a z tržní kapitalizace akcií) a vybraných ukazatelů finančních zprostředkovatelů (např. objemu depozit bankovního sektoru, objemu aktiv nebo objemu úvěrů bank). Vybraný ukazatel je obvykle vztažen k HDP nebo analogickému ukazateli tak, aby bylo možno porovnat velikostí odlišné finanční sektory.

Finanční systémy ekonomicky vyspělých zemí jsou relativně velice různorodé a finanční trhy v nich mají při financování firem obvykle významnou úlohu, a to i v takových zemích, kde má finanční systém charakter B-systému (např. v Německu nebo Rakousku). V řadě těchto zemí je také velice rozvinutý trh firemních obligací (Itálie, Rakousko, Belgie), zatímco v tranzitivních ekonomikách je vesměs bezvýznamný a v řadě těchto zemí vůbec neexistuje. Finanční sektory tranzitivních ekonomik jsou ve srovnání s finančními sektory ekonomicky vyspělých zemí nejen relativně malé, ale také příliš závislé na finančních zprostředkovatelích. V zemích Visegrádské skupiny (Česko, Maďarsko, Polsko, Slovensko) je finanční sektor relativně rozvinutý a také jeho struktura je považována za odpovídající rozvoji ekonomik. Diskutován a zpochybňován je v podstatě pouze nízký podíl finančních trhů na přeměně úspor v investice.



## TRANSFORMACE KAPITÁLU

Přeměna úspor na investice přes finanční systém je spojena s různorodou transformací kapitálu, která samotný proces přeměny zefektivňuje. V první řadě finanční systém umožňuje transformaci kvantitativní (denominační). Znamená to, že počet věřitelů a výše jejich individuálních úspor se odlišuje od počtu dlužníků a objemu kapitálu, který každý z nich získal. Jednu emisi podnikových dluhopisů v celkovém objemu 300 milionů korun tak nemusí koupit jediný věřitel, který disponuje stejně vysokými úsporami. Díky finančnímu systému lze emisi rozprodat mezi více investorů, přičemž každý může navíc investovat různě vysokou částku. Emise dluhopisů je tak přístupnější širšímu okruhu potenciálních věřitelů a je pravděpodobnější, že bude úspěšnější než bez kvantitativní transformace. Stejný princip lze aplikovat i na podnikání bank. Díky shromáždění různých depozit od více vkladatelů banka získá potřebné zdroje například na poskytnutí úvěru podnikatelskému subjektu.

Transformace kapitálu může být také časová. Finanční systém je schopen provádět přeměnu úspor na investice i v případě, že se časový horizont (doba splatnosti) liší. Například většina celkového objemu vkladů uložených v českých bankách jsou krátkodobá depozita. Na druhé straně úvěry poskytnuté bankami mají průměrnou dobu splatnosti mnohem delší. Bez existence finančního systému by se časové preference věřitele musely shodovat s potřebami dlužníka, jinak by ke zprostředkování financování nedošlo.

Finanční systém rovněž umožňuje transformovat kapitál teritoriálně. Díky rozsáhlé geografické působnosti finančních institucí nejenom v rámci jedné země, ale ve více ekonomikách, je možno získávat zdroje od spořicíh jednotek z různých míst a následně kapitál využít ve zcela jiném místě nebo regionu. Finančnímu zprostředkování tak nebrání ani značná geografická vzdálenost mezi věřiteli a dlužníky.

Významná je také transformace kvalitativní, pod kterou rozumíme především diverzifikaci, sdílení a přesun rizika. Pro tyto účely bylo doposud vyvinuto a do praktického užívání převedeno mnoho speciálních institucí nebo instrumentů, jejichž vývoj samozřejmě i nadále pokračuje. Základním nástrojem umožňujícím diverzifikaci a přesun rizika jsou finanční deriváty, jejichž prudký rozvoj odstartoval v 70. a 80. letech 20. století. Významnou inovací byl vznik kreditních derivátů, které se začaly intenzivně využívat v 90. letech 20. století a sehrály důležitou roli ve finanční krizi 2007 – 2009. I když veškeré zmíněné nástroje mají v důsledku jejich širokého použití pro spekulativní účely pošramocenou pověst, jejich výrazný nárůst můžeme chápat i pozitivně. Pokud jsou použity pro jejich zajišťovací funkci, dochází k rozmělnění a nikoliv zvyšování rizika, což pozitivně ovlivní ekonomický rozvoj.

### 2.2.2 ZAJIŠTĚNÍ PLATEBNÍHO A ZÚČTOVACÍHO STYKU

Druhou zásadní funkcí finančního systému je realizace platebního a zúčtovacího styku v domácím i mezinárodním měřítku. Fungování platebního mechanismu výrazně přispívá

k efektivnosti ekonomiky. Jedná se o uskutečnění peněžní stránky všech typů směnných a hospodářských vztahů mezi ekonomickými subjekty jako je obchod se zbožím a službami, investice do finančních i reálných aktiv nebo splacení dluhu či výplata výnosů z investic. Platební a zúčtovací styk v zásadě znamená, že platební příkaz, pomocí něhož jeden subjekt platí druhému, je prakticky proveden třetí stranou, která zajistí odpovídající přesun finančních prostředků.

Zásadní vliv na fungování platebního a zúčtovacího styku má technologický pokrok. Ačkoliv zajištění platebního mechanismu patřilo vždy k funkcím finančního systému, v současnosti je díky širokému uplatnění moderních technologií a elektronické formy komunikace velmi efektivní. Není problémem uskutečnit platbu do téměř jakéhokoliv místa na světě, v objemu, splatnosti nebo méně přesně podle preferencí plátce.

I když hotovost nadále zůstává pevnou součástí finančního systému a hotovostní platby neopominutelnou možností úhrady závazků, prudký rozvoj zaznamenává především bezhotovostní forma platebního styku. Naprosto běžnými se pro domácnosti i podniky staly nástroje elektronického bankovníctví prostřednictvím internetu nebo mobilních telefonů. Stále více jsou používány také platební karty ve všech svých podobách (kreditní, debetní, charge), a to jak pro platby za zboží a služby, tak i pro výběr hotovosti v bankomatech nebo na pokladnách obchodníků. V poslední době se rozšiřuje i využívání speciálních platebních systémů jako je mezinárodní PayPal nebo české produkty PaySec nebo goPay. Jejich využití spočívá zejména pro úhradu nákupů na internetu u spolupracujících obchodníků. Značný rozvoj byl zaznamenán i v propojení platebních karet a mobilních telefonů a placení pomocí Apple pay nebo Google pay.

V Česku řídí platební a zúčtovací styk Česká národní banka (ČNB). Konkrétně je odpovědna za platební styk a zúčtování bank, poboček zahraničních bank a spořitelních a úvěrních družstev. Pečuje o jejich plynulost a hospodárnost a podílí se na zajištění bezpečnosti, spolehlivosti a efektivnosti platebních systémů a na jejich rozvoji. ČNB stanovuje způsob provádění platebního styku mezi bankami, spořitelními a úvěrními družstvy a pobočkami zahraničních bank a zúčtování na účtech u bank, spořitelních a úvěrních družstev a poboček zahraničních bank. ČNB dále provozuje systém mezibankovního platebního styku CERTIS, vede účty a poskytuje služby platebního styku zejména státu a bankám. Ostatním právnickým osobám poskytuje tyto služby jen výjimečně. ČNB nevede účty a neposkytuje služby s tím související fyzickým osobám, s výjimkou svých zaměstnanců.



### PŘÍPADOVÁ STUDIE

#### SCHÉMA ÚHRADY BANKOVNÍM PŘEVODEM

Každý uživatel bankovních služeb realizuje platby spočívající v převodu finančních prostředků z účtu plátce na účet příjemce. Do takové úhrady je zapojeno celkem pět subjektů, a to kromě plátce a příjemce ještě banka plátce, banka příjemce a ČNB respektive její systém CERTIS. Níže uvedené schéma znázorňuje postup zpracování mezibankovní úhrady

směřované přes systém CERTIS, včetně časových informací. Zároveň je třeba si uvědomit, že tento příklad zobrazuje vnitrostátní platbu v domácí měně. Při mezinárodních platbách v cizích měnách je úhrada o něco složitější.

<b>Plátce</b>	
Zadá příkaz ke standardní nebo spěšné (expresní) úhradě své bance – přímé bankovníctví, písemný příkaz (sběrný box, přepážka)	
↓	
<b>Banka plátce</b>	
Vloží písemný příkaz k úhradě do interního systému banky	Příkaz k úhradě z přímého bankovníctví (telefonní bankovníctví, homebanking, internet, mobil) je vložen přímo do interního systému banky.
Zpracuje příkaz k úhradě ve svém interním systému – zajistí odepsání prostředků z účtu plátce	
Vytvoří a odešle data s úhradou do systému CERTIS za účelem připsání platby na účet banky příjemce	Banka plátce je povinna připsat částku převodu ve prospěch účtu banky příjemce v systému CERTIS nejpozději do konce následujícího pracovního dne po okamžiku přijetí platebního příkazu (okamžik přijetí definuje banka plátce ve smluvních podmínkách s klientem).
↓	
<b>Systém CERTIS (ČNB)</b>	
<i>Účty bank pro mezibankovní platební styk jsou v ČNB vedeny v systému CERTIS. Zpracování v systému CERTIS je mírně odlišné pro prioritní platby a pro standardní platby.</i>	
Zajistí příjem a zpracování dat s úhradou od banky plátce	V systému CERTIS dojde v účetním dni vždy ke zpracování všech přijatých plateb (neкрыté jsou vráceny bance plátce).
Provede kontrolu krytí na straně banky plátce a zajistí převod prostředků z účtu banky plátce na účet banky příjemce	Platba je připsána na účet banky příjemce jen tehdy, má-li banka plátce na svém účtu v systému CERTIS dostatek prostředků: prioritní úhrada obvykle do 10 vteřin po přijetí dat, standardní úhrada v průběhu několika minut (při velkém množství plateb může platba čekat ve vstupní frontě). Systém CERTIS je schopen zaúčtovat cca 4 milionu plateb za hodinu. Účtování probíhá v pracovních dnech od 0:00 hod. do 16:00 hod.
Vytvoří a odešle data s úhradou bance příjemce	Informace o připsaných platbách jsou odesílány bance příjemce v průběhu účetního dne každou hodinu, spěšné platby jsou odesílány každých 10 minut.
↓	
<b>Banka příjemce</b>	
Provede příjem a zpracování dat s úhradou ze systému CERTIS	

Připíše prostředky na účet příjemce	Banka příjemce je povinna připsat částku převodu ve prospěch účtu příjemce neprodleně poté, kdy byla částka převodu připsána na její účet v systému CERTIS.
↓	
<b>Příjemce</b>	
Prostředky jsou k dispozici po připsání částky na účet příjemce	

Zdroj: Webová stránka ČNB [online]. Dostupné z [https://www.cnb.cz/cs/platebni\\_styk/certis/mezibank\\_prevody\\_schema.html](https://www.cnb.cz/cs/platebni_styk/certis/mezibank_prevody_schema.html), [vid. 11. 4. 2019].

### 2.2.3 VYTVÁŘENÍ INFORMACÍ A SNÍŽENÍ INFORMAČNÍ ASYMETRIE

Efektivně fungující finanční systém vytváří důležité informace. Jak již bylo naznačeno v kapitole 1, platí-li teorie efektivních trhů, finanční dokumenty obchodované na finančních trzích jsou správně oceněny a tyto rovnovážné ceny v sobě odrážejí veškeré veřejně dostupné informace. Rozdíly v cenách jednotlivých instrumentů jsou pak založeny pouze na rozdílech v charakteristikách rizika a výnosu. Samotné ceny následně slouží jako důležité informace o férovém ocenění cenných papírů a jejich emitentů.

Informace jsou produkovány i finančními zprostředkovateli, nicméně ti je obvykle nezveřejňují. Klasickým příkladem je tvorba informací při vyhodnocování žádosti o úvěr. Žadatel je podle vnitřních postupů prověřen a získané informace jsou dále použity opět pro vnitřní potřebu rozhodnutí o poskytnutí úvěru. I přes soukromý charakter těchto informací je jejich tvorba důležitá, protože bez nich by banky a další finanční zprostředkovatelé byli méně efektivní při finančním zprostředkování, nedocházelo by k efektivní alokaci kapitálu a méně dobrých projektů by mělo šanci získat financování.

Informační funkce finančního systému nespočívá pouze ve vytváření informací, ale také překonávání rozdílů v informovanosti a snižování této informační asymetrie. Přestože předpoklad dokonalé informovanosti byl v ekonomické teorii dlouhou dobu zpochybňován, teprve v 80. letech 20. století se objevují studie, charakterizující a zdůvodňující existenci informační asymetrie. Informační asymetrii vyvolává existence soukromých informací (private information, hidden knowledge), tedy informací, které jsou známy jen těm, kteří k nim mají přístup. Informační asymetrie je vyvolána také faktem, že existují situace, kdy nemůžeme pozorovat chování některých lidí (hidden action). Při uzavírání smluv jsou většinou využívány pouze veřejné informace (public information) a ti, kteří mají i informace soukromé, je mohou využít (zneužít) ve svůj prospěch na úkor ostatních účastníků rozhodovacího procesu nebo subjektů uzavírajících s nimi smlouvy. To je považováno za významné a nežádoucí narušení konkurenčního prostředí, které zvyšuje transakční náklady a vede ve svých důsledcích k neefektivnosti.

V ekonomické literatuře se obvykle setkáváme se dvěma typy informační asymetrie: nepříznivý výběr (adverse selection) a morální hazard (moral hazard). Klíčovým rozdílem mezi oběma typy je okamžik vzniku. Zatímco nepříznivý výběr vzniká před uzavřením smlouvy mezi kupujícím a prodávajícím, morální hazard naopak vzniká až po uzavření smluvního vztahu. Princip nepříznivého výběru spočívá v tom, že kupujícím nejsou známy všechny informace o nabízených výrobcích či službách. V důsledku této informační asymetrie nejsou kupující schopni výrobky jedné kategorie dokonale rozlišit a oceňují je v podstatě stejnou cenou, která odráží průměrnou kvalitu výrobků na trhu. Produkty s horší i lepší kvalitou se díky informační asymetrii prodávají za téměř shodnou cenu a prodejci kvalitnějších výrobků tak vlastně dotují prodejce těch méně kvalitních. Kvalitnější výrobky mohou být následně z trhu stahovány, protože prodejní cena nekryje ani výrobní náklady.

Morální hazard vyplývá ze situace, kdy ekonomický subjekt nemusí nést negativní důsledky změny svého rozhodnutí nebo chování po uzavření smlouvy. Principiálně jde o to, že jedna strana po uzavření smlouvy neočekávaně změní své chování do takové míry, že smlouva se pro druhou stranu stává nevýhodnou. Pokud by druhá strana měla dopředu informaci o změně chování a z toho vyplývajících důsledcích, smlouvu by vůbec neuzavřela. Změna chování je možná zejména v situaci, kdy ji nelze efektivně odhalit a následné chování dobře monitorovat. Jak vyplývá ze samotného názvu, reálné uskutečnění morálního hazardu závisí významně také na morálce těchto subjektů.

Ve finanční praxi se setkáváme s mnoha případy informační asymetrie. Pro ilustraci můžeme uvést proces poskytnutí a splácení bankovního úvěru. Riziko nepříznivého výběru pro banku nastává, když na trhu úvěrů budou nejaktivnější podniky, jež hledají financování pro rizikovější projekty. Výsledkem bude, že právě tyto rizikovější dlužníci úvěr získají nejpravděpodobněji a financování kvalitnějších projektů se omezí.

Pro lepší pochopení nepříznivého výběru si představte, že existují dvě skupiny podniků, kterým banka může poskytnout úvěr. První skupinu tvoří konzervativní podniky, které si půjčují pouze, pokud chtějí financovat investici, na kterou nemají dostatek vlastních zdrojů

a zároveň jsou zcela přesvědčeni, že dluh budou schopni splatit. Ve druhé skupině jsou naopak podniky s agresivnější strategií vyhledávající mnohem rizikovější projekty s rychlou návratností a vysokým výnosem, ale i vysokou pravděpodobností velké ztráty. Která skupina podniků se pravděpodobně bude o úvěr ucházet častěji a intenzivněji? V každém případě druhá skupina agresivnějších podniků, jelikož disponuje větším množstvím investičních a potenciálně ziskovějších projektů. Pokud by banka všechny podniky perfektně znala a neexistovala by informační asymetrie, nedostala by se banka do žádných problémů, protože by rizikovým dlužníkům jednoduše nepůjčila. Ačkoliv banky disponují kvalitními postupy při řízení úvěrového rizika, které zahrnují i vyhodnocení bonity a kredibility dlužníka, nejsou schopny o potenciálních dlužnících zjistit všechny důležité informace. V takové situaci nastává nepříznivý výběr z pohledu banky, protože je pravděpodobnější, že úvěr získá rizikovější klient, jelikož žádostí z rizikové skupiny bude mnohem více než od kvalitních dlužníků.

Morální hazard na trhu úvěrů nastává, když dlužník po získání úvěry neočekávaně změní své chování tak, že je to z pohledu věřitele (banky) nepřípustné. Změna chování totiž může výrazně omezit schopnost dlužníka řádně splatit poskytnutý úvěr. Představte si situaci, kdy podnik získá od banky úvěr na nákup a instalaci nové výrobní linky, která má výrazně zlepšit efektivnost výroby a pozitivně se promítnout do příjmů a zisku společnosti. Po získání úvěru se ale management podniku rozhodne peníze investovat do krátkodobého spekulativního obchodu s cennými papíry. Předpokládá, že obchod přinese mimořádný zisk a do nové výrobní technologie bude podnik investovat s mírným zpožděním až po dokončení spekulace na kapitálovém trhu. Obchod se ale nezdaří, společnost utrpí ztrátu, nebude schopna koupit novou výrobní linku a zajistit si tak příjmy na splácení úvěru. Pro banku jakožto věřitele to bude znamenat dodatečné náklady, které omezí disponibilní zdroje pro poskytnutí úvěrů jiným podnikům a celkově zhorší efektivnost finančního zprostředkování a alokace kapitálu v ekonomice.

## **2.3 Stabilita finančního systému, regulace a dohled**

Finanční systém obecně patří k velice regulovaným oblastem ekonomiky, jehož fungování ve velké míře ovlivňuje stát. Důvodů pro státní intervenci je mnoho, avšak zásadní je zajištění stability finančního sektoru. Jak je zřejmé z funkcí finančního systému, je jeho stabilní a efektivní fungování podstatnou podmínkou zdravého vývoje celé ekonomiky. Problematika finanční stability a regulace a dohledu nad finančním systémem jsou tak vzájemně velmi propojeny.

### **2.3.1 FINANČNÍ STABILITA**

V posledních letech se problematika stability finančního systému neboli finanční stability dostala do popředí zájmu tvůrců hospodářské politiky, finančních institucí i ekonomických akademiků a teoretiků. Po zkušenostech z finančních a ekonomických krizí vyskytujících se zejména od 90. let 20. století se stále více odborných komisí, výborů či jiných fór zabývá tím, jak finanční stabilitu podpořit a zachovat. Mnoho úsilí bylo věnováno tvorbě různých mezinárodních standardů a předpisů, zejména pak v oblasti legislativního rámce, dohledu nad finančním systémem či jeho součástmi, pravidlům účetnictví, auditu nebo vykazování finančních výsledků. Důležitost finanční stability se postupně projevovala i na národní úrovni s tím, jak centrální banky začaly zakládat speciální oddělení a útvary finanční stability a vydávat pravidelné zprávy o finanční stabilitě upozorňující na možné hrozby a rizika.

Navzdory silicímu zaměření na finanční stabilitu je zajímavé zjištění, že neexistuje jasná a obecně přijímaná definice finanční stability. Tento nedostatek je vysvětlován relativním mládím teorie finanční stability ve srovnání například s cenovou nebo měnovou stabilitou. V literatuře se vyskytují dva hlavní proudy. Zatímco stoupenci prvního z nich se pokouší definovat finanční stabilitu, zastánci druhého proudu naopak vymezují finanční nestabilitu.

V každém z obou teoretických směrů můžeme nalézt několik alternativních definic. Nejednotnost v teoretickém ukotvení finanční stability se promítá i do rozdílů v praktickém pojetí finanční stability v práci centrálních bank.

Například ČNB definuje finanční stabilitu jako situaci, kdy finanční systém plní své funkce bez závažných poruch a nežádoucích důsledků pro současný i budoucí vývoj ekonomiky jako celku a zároveň vykazuje vysokou míru odolnosti vůči šokům. K narušení finanční stability může docházet jak v důsledku procesů uvnitř finančního sektoru vedoucích ke vzniku zranitelných míst, tak vlivem silných šoků. Zdrojem těchto šoků mohou být mimo jiné vnější prostředí, domácí makroekonomický vývoj, vývoj u hlavních dlužníků a věřitelů finančních institucí, hospodářské politiky nebo změny v institucionálním prostředí. Případná interakce zranitelných míst a šoků může vést ke kolapsu systémově významných finančních institucí a narušení funkcí finančního systému při zajištění finančního zprostředkování a platebního styku. V krajním případě může nastat finanční krize s nepříznivými dopady na ekonomiku.

I přes velkou různorodost v definicích a chápání finanční stability lze pozorovat postupné sblížování alespoň v klíčových momentech. Většina centrálních bank se snaží definovat finanční stabilitu a nikoliv finanční nestabilitu. Mnoho bank klade důraz na klíčové funkce finančního systému, zejména pak přeměnu úspor na investice. Patrný je také rostoucí důraz na šoky, které narušují fungování finančního systému, a odolnost systému vůči těmto šokům.

Cílem ČNB z hlediska finanční stability je především přispívat k dosažení takové míry odolnosti systému, která významně snižuje rizika vzniku finanční nestability. Klíčovými předpoklady pro úspěšné plnění tohoto cíle jsou cenová stabilita a zdravý vývoj finančních institucí, které jsou dosahovány prostřednictvím nástrojů měnové politiky a dohledu nad finančním sektorem. Velký význam má i spolupráce s ostatními národními i mezinárodními autoritami. ČNB se v rámci plnění cíle finanční stability snaží působit především preventivně, a podrobně proto informuje veřejnost o potenciálních rizicích a faktorech vedoucích k ohrožení finanční stability.

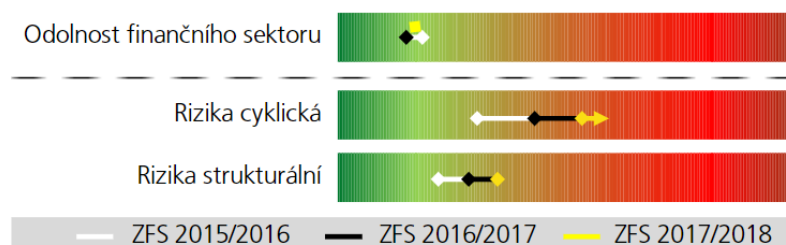
ČNB prezentuje výsledky svých analýz finanční stability především prostřednictvím publikace Zprávy o finanční stabilitě, která je vydávána jednou ročně (podrobněji v níže uvedené případové studii). Cílem zprávy je identifikovat rizika pro finanční stabilitu Česka pro nejbližší období na základě předchozího i očekávaného vývoje reálné ekonomiky a finančního systému. Jednou z částí zprávy o finanční stabilitě bývá zveřejnění výsledků zátěžových testů. Vzhledem ke klíčové roli bank ve finančním systému Česka jsou zátěžové testy bankovního sektoru prováděny čtvrtletně. Metodika zátěžových testů překračuje záběr této publikace, proto jen uvedeme, že se pracuje s alternativními scénáři makroekonomického vývoje, které se přímo odráží do modelovaného vývoje zásadních finančních ukazatelů bank. Zátěžové testy pak testují různé typy rizik, jimž jsou banky ve své činnosti vystaveny (úvěrové, měnové, úrokové, mezibankovní náklady).





## HLAVNÍ ZÁVĚRY ZPRÁVY ČNB O FINANČNÍ STABILITĚ 2017/2018

Finanční sektor v Česku procházel v období od jara 2017 vysoce příznivým vývojem. Podle souhrnného hodnocení ČNB prezentovaného v makrobezpečnostním barometru (graf níže) si zachovává vysokou odolnost vůči možným nepříznivým šokům. K tomu přispívá zejména udržování dostatečné kapitálové vybavenosti, stabilních zdrojů financování a rozsáhlého polštáře ve formě rychle dostupné likvidity. Pokud jde o potenciální zdroje rizik pro finanční stabilitu v budoucnosti, makrobezpečnostní barometr indikuje, že ČNB v souhrnu shledává mírné zvýšení cyklických rizik a nezměněnou úroveň strukturálních rizik. Domácí rizika cyklického charakteru vznikají vlivem zvýšeného investičního optimizmu charakteristického pro dlouhodobější dobré časy a jejich důsledkem je zvyšování zranitelnosti bankovního sektoru. Souvisí ve významné míře s přetrváváním příznivých podmínek pro rozvoj spirály mezi cenami nemovitostí a úvěry na jejich pořízení. ČNB na nárůst cyklických rizik průběžně reaguje nastavováním příslušných makrobezpečnostních nástrojů, konkrétně proticyklické kapitálové rezervy a podmínek pro poskytování hypotečních úvěrů. Ke zmírnění těchto rizik nyní přispívá také měnová politika ČNB. Významným potenciálním rizikem, jehož zdroj však leží mimo domácí ekonomiku, je náhlé a neuspořádané zvýšení rizikových premií na globálních finančních trzích, které by mohlo vést k vysoké volatilitě na trzích aktiv s dopadem do reálné ekonomiky.



Zdroj: ČNB (2018), s. 10. [https://www.cnb.cz/cs/financni\\_stabilita/zpravy\\_fs/fs\\_2017-2018/index.html](https://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2017-2018/index.html)

### 2.3.2 REGULACE A DOHLED NAD FINANČNÍM SYSTÉMEM

Ačkoliv pojmy regulace a dohled jsou v souvislosti s finančním systémem nebo jeho dílčími segmenty často používány společně, je zapotřebí si objasnit základní rozdíl mezi nimi. Regulaci chápeme jako formulaci a vydání specifických pravidel pro fungování finančního systému a všech jeho součástí jako jsou finanční trhy nebo finanční instituce. Regulace je tak spíše příkazová, normativní, často kvantitativně stanovená a obecně málo flexibilní. Regulace ze své podstaty může zakázat určitou aktivitu nebo jí předcházet. Dohled znamená monitorování a kontrolu dodržování stanovených pravidel v praxi. Dohled



je proto více kvalitativní nástroj, který velice závisí na posouzení dohlázeatele nebo inspektora. Zahrnuje vyhodnocení bezpečnosti a zdraví konkrétních institucí prováděné v rámci průběžné evaluace aktivit celého finančního odvětví s cílem zajistit jeho obezřetné fungování.

Regulace a dohled nad finančním systémem může nabývat různých forem institucionálního uspořádání. Této problematice je věnována zvýšená pozornost až od 90. let, kdy se začala výrazněji projevovat mezinárodní propojenost a vzájemná závislost národních finančních systémů, jež se odrazila i v praktickém výkonu dohledu. Rozlišují se dva základní modely institucionálního uspořádání finanční regulace a dohledu a v návaznosti na to i dvě varianty jejich integrace.

### **SEKTOROVÝ (ODVĚTVOVÝ) MODEL**

V sektorovém modelu jsou finanční regulace a dohled institucionálně uspořádány podle základních sektorů finančního zprostředkování. V rámci tohoto modelu rozlišujeme tři základní varianty:

- Uspořádání založené na oddělených regulatorních institucích pro bankovníctví, kapitálový trh a investiční služby a pro pojišťovnictví a penzijní připojištění.
- Částečná integrace dohledu jako například spojení bankovní regulace a dohledu s dohledem nad pojišťovnictvím. Další možností je dvoupilířový systém, kdy bankovní dohled vykonává centrální banka a jiná, samostatná instituce, vykonává dohled nad nebankovními finančními institucemi a finančními trhy.
- Úplná integrace, pod kterou rozumíme, že jedna instituce vykonává dohled nad všemi odvětvími finančních služeb i nad kapitálovým trhem.

### **FUNKCIONÁLNÍ MODEL**

Vychází z teoretického předpokladu, že ve finančním systému může dojít ke čtyřem typům selhání, kterými jsou informační asymetrie, zneužití trhů, systémové riziko a zneužití dominantního postavení na trhu. Na tato možná selhání pak reaguje finanční regulace a dohled funkcionálním rozdělením a zaměřením na obezřetné podnikání finančních institucí, ochranu spotřebitele, systémovou regulaci a dohled a konkurenční prostředí. Funkcionální model lze také nalézt ve třech variantách.

- Uspořádání založené na oddělených regulátorech, kde existuje jedna instituce pro ochranu investorů a spotřebitelů, jedna instituce na obezřetnostní regulaci a dohled, dále centrální banka jako věřitel poslední instance zodpovídající za stabilitu finančního systému a regulátor pro hospodářskou soutěž.
- Částečná integrace, kdy se například v centrální bance soustředí regulace a dohled nad obezřetným podnikáním bankovních i nebankovních institucí a zodpovědnost za finanční stabilitu. Vedle centrální banky působí samostatný regulátor pro férové využívání finančních trhů a další regulátor pro hospodářskou soutěž.

- Úplná integrace, která znamená převedení všech typů regulace a dohledu pod jedinou instituci. Vzniká tak uspořádání, které je prakticky totožné s úplnou integrací dohledů po sektorové linii.

V Česku funguje integrovaný dohled nad finančním sektorem, který vykonává Česká národní banka. K integraci došlo 1. 4. 2006 přechodem od sektorového modelu, v němž kromě ČNB vykonávaly dohled i jiné instituce. Ministerstvo financí ČR dohlíželo na oblast pojišťovnictví a penzijních fondů, Komise pro cenné papíry na finanční trhy a Úřad pro dohled nad družstevními záložnami na specifický sektor družstevních finančních institucí.

Česko stejně jako řada jiných zemí zvolila rychlý postup integrace. Upustilo se tak od původního plánu integrovat dohled postupně do roku 2010. Zatímco u řady zemí se zřizuje zcela nový úřad a bankovní dohled je odebrán centrální bance, v Česku se naopak upřednostnilo sjednotit dohled do ČNB. Tato volba je ovšem zdůvodněna situací v Česku, pro kterou platí významný podíl bank ve finančním sektoru, předpoklady ČNB pro výkon dohledu i její nezávislé postavení. Zřízení nového úřadu a odebrání bankovního dohledu by jistě způsobilo nemálo problémů v zajištění kontinuity dohledu, zejména bankovního. Ve prospěch integrace dohledu do jedné instituce hovoří i skutečnost, že většina aktiv ve finančním systému je pod kontrolou zahraničního kapitálu. V takové situaci je velice důležitá spolupráce se zahraničními a nadnárodními orgány dohledu, což integrovaný model výrazně usnadňuje.



### SAMOSTATNÝ ÚKOL

Na webových stránkách České národní banky si najdete poslední zprávu o finanční stabilitě a vyhledejte pasáž týkající se zátěžových testů. Následně vlastními slovy interpretujte základní podstatu takových testů a jejich výsledky.

---



### OTÁZKY

1. Které základní činnosti v českém finančním sektoru zajišťuje Česká národní banka?
  2. Jaké hlavní funkce plní finanční systém?
  3. Které prvky finančního systému jsou klíčové v B-systému a M-systému?
  4. Které ekonomické subjekty jsou dominantní na straně věřitelů (tvorba úspor) a na straně dlužníků (potřeba investic)?
  5. Jaké rozeznáváme základní typy informační asymetrie?
  6. Který z obecných modelů regulace a dohledu nad finančním systémem je uplatňován v Česku?
-

**SHRNUTÍ KAPITOLY**

Finanční systém představuje pro každou tržní ekonomiku jeden ze základních pilířů. Přes finanční systém se uskutečňuje celá řada finančních toků, které jsou spojeny s různorodými ekonomickými aktivitami a transakcemi. Finanční systém se skládá z několika hlavních prvků a vazeb mezi nimi. V základní podobě můžeme k prvkům finančního systému zařadit centrální banku, orgány regulace a dohledu nad finančním systémem, finanční instituce, finanční trhy a finanční dokumenty. I přes rozdíly v uspořádání a struktuře finančních systémů napříč zeměmi a v různé míře dopadů aktuálních trendů lze definovat tři univerzálně platné funkce finančního systému. Jedná se o přeměnu úspor v investice, zajištění platebního a zúčtovacího styku a vytváření informací, které přispívá ke snižování informační asymetrie.

Přeměna úspor na investice je možná díky tomu, že finanční systém efektivně propojuje subjekty s přebytkem finančních prostředků (úsporami) se subjekty s nedostatkem finančních prostředků pro realizaci jejich ekonomické činnosti (investice). Na základě skutečnosti, jaké prvky finančního systému se na přeměně úspor v investice podílejí, rozlišujeme několik typů finančních systémů a kategorií transformace kapitálu. U zajištění platebního a zúčtovacího styku je důležité, že lze úhrady závazků uskutečnit různými technologickými postupy a nástroji a dojde k přesunu peněžních prostředků od plátce k příjemci. Efektivně fungující finanční systém vytváří mnoho důležitých informací, které jsou následně využívány ekonomickými subjekty pro jejich rozhodování. I přesto ale ve finančním systému může existovat informační asymetrie, tedy stav, kdy některé informace jsou dostupné pouze vybraným subjektům, jež je využívají ve svůj osobní prospěch. Rozlišujeme dvě základní kategorie informační asymetrie, a to morální hazard a nepříznivý výběr.

Vzhledem k zásadní úloze finančního systému pro fungování ekonomiky a k charakteru finančních služeb a produktů je přirozené, že finanční sektor patří k nejvíce regulovaným odvětvím hospodářství. Zkušenosti z finančních krizí zejména od 90. let 20. století navíc ukazují, jak důležitá je stabilita finančního systému. Proto si orgány regulace a dohledu stanovují jako svůj primární cíl zajištění finanční stability. V Česku je za regulaci a dohled nad celým finančním systémem zodpovědná Česká národní banka, do níž se v roce 2006 integroval dohled nad dílčími segmenty systému. ČNB tak pečuje o finanční stabilitu a každoročně vydává zprávu o finanční stabilitě, která je hlavním hospodářsko-politickým dokumentem v této oblasti.

**ODPOVĚDI**

1. ČNB je zodpovědná za provádění měnové politiky, uskutečnění platebního a zúčtovacího styku a regulaci a dohled nad finančním sektorem.

2. Základní funkce finančního systému jsou přeměna úspor na investice, zajištění platebního styku a vytváření informací a snížení informační asymetrie.
  3. V B-systému jsou klíčové komerční banky a v M-systému finanční trhy, zejména pak kapitálový trh.
  4. Na straně věřitelů jsou dominantní domácnosti, na straně dlužníků pak podniky.
  5. K základním typům informační asymetrie patří morální hazard a nepříznivý výběr. Někdy se k nim přidává ještě signalizování.
  6. V Česku funguje integrovaný dohled nad finančním sektorem, který vykonává Česká národní banka.
-

### 3 ČAS A HODNOTA VE FINANCÍCH

#### RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY



V této kapitole se budeme podrobněji věnovat jednomu ze základních pravidel financí, a to že čas má ve financích hodnotu. Na základě toho pak platí, že hodnota peněz se v čase mění. Tyto principy si vysvětlíme na konceptu budoucí a současné hodnoty peněz. Časová hodnota peněz bude aplikována na základní příklady z finanční praxe jako je spoření či investice s výskytem peněžních toků v různých časových obdobích. U příkladů tak bude kladen důraz na správné pochopení vzájemné vazby mezi časovou hodnotou, splatností a úrokovou sazbou.

#### CÍLE KAPITOLY



- Pochopit funkci času ve financích.
- Definovat časovou hodnotu peněz.
- Vysvětlit budoucí hodnotu peněz a aplikovat jí na konkrétních příkladech z finanční praxe.
- Vysvětlit současnou hodnotu peněz a aplikovat jí na konkrétních příkladech z finanční praxe.
- Objasnit vzájemné vazby mezi časovou hodnotou peněz, splatností a úrokovou sazbou.
- Naučit se základní matematické postupy při výpočtu budoucí a současné hodnoty peněz.

#### KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY



Časová hodnota peněz, budoucí hodnota, současná hodnota, úroková sazba, splatnost, peněžní toky, anuita, perpetuita.

Na věřitele bylo od dávných dob často pohlíženo s opovržením. Byli hanobeni zato, že z poskytnutých úvěrů a půjček požadují zaplacení úroků, přičemž sami nevytvářejí žádnou hodnotu, nic nedělají, jen půjčují peníze. Účtování úroků bylo nejednou kritizováno z církevních pozic. Negativně se k tomu staví i Aristoteles, který považuje rozmnožování peněz za nepřirozené. Náзор se začal měnit s reformací církve a od 16. století byly úrokové platby

tolerovány. V současné době však již pozici věřitele považujeme za zcela standardní a poskytování úročených půjček chápeme jako jeden ze základních kamenů tržní ekonomiky.

Hlavní důvod trvalé nepopularity úroků vychází z nepochopení, že půjčování peněz má své alternativní náklady. Subjekty, které poskytují půjčky, je ve skutečnosti poskytovat nemusejí. Finanční prostředky mohou investovat do mnoha alternativních projektů a poskytnutí úvěru znamená vzdát se těchto alternativ. Pokud by věřitelé chtěli vynahradiť zapůjčené prostředky, doba, po kterou byly peníze zapůjčeny a věřitelé je neměli k dispozici, ani nevyužité alternativní příležitosti by už nemohly být vráceny zpět. Úroky ta neznamenají prosté rozmnožování peněz, ale spíše poplatek, kterým dlužníci kompenzují věřitelům nevyužité příležitosti.

Úroky ve světě financí propojují současnost s budoucností a jsou tak pevně spjaty s časovou hodnotou peněz, která již byla ve své základní rovině představena v kap. 1.2. Připomeňme si, že časová hodnota peněz znamená, že hodnota stejné peněžní částky se v různých časových okamžicích liší. Největší hodnotu má daná peněžní částka v současnosti a s postupem času se její hodnota snižuje. Pokud máme peníze k dispozici nyní, můžeme je investovat a z investice realizovat zisk. Budeme-li mít stejné peníze až například za rok, přijdeme o celoroční výnos. Jinými slovy hodnota dnešních peněz je oproti hodnotě peněz za rok vyšší právě o tento roční výnos. Již z dosavadního výkladu je zřejmé, že v časové hodnotě peněz budeme rozlišovat současnou hodnotu a budoucí hodnotu.

### 3.1 Budoucí a současná hodnota

Současnou hodnotu můžeme definovat jako dnešní hodnotu platby nebo peněžního toku, která nastane v budoucnosti. Z jiného pohledu současná hodnota znamená částku, kterou musíme dnes investovat, abychom disponovali určitou finanční částkou v budoucnosti. Budoucí hodnotu zase chápeme jako hodnotu, kterou bude mít dnes realizovaná investice v budoucnosti. Současná a budoucí hodnota jsou vzájemně propojeny, což si ukážeme na následujícím příkladu.

Předpokládejme, že dnes investujeme 1000 Kč tak, že je uložíme na spořicí účet, který nám garantuje úrokovou sazbu 3 % p.a. (per annum, za rok). Za rok bude na účtu 1030 Kč, přesněji původní vklad 1000 Kč a připsaný úrok 30 Kč. Budoucí hodnota dnešní investice 1000 Kč bude za jeden rok 1030 Kč. Tento výpočet lze vyjádřit i matematicky rovnicí (3.1):

$$FV = PV(1 + i) \quad (3.1)$$

kde  $FV$  představuje budoucí hodnotu (future value),  $PV$  je současná hodnota (present value) a  $i$  je úroková sazba. V našem příkladu pak výpočet budoucí hodnoty dnešní investice 1000 Kč na jeden rok s úrokovou sazbou 3 % p.a. zapíšeme jako:

$$1030 = 1000 (1+0,03) \quad (3.2)$$

Při praktickém výpočtu je nutné si uvědomit, že úroková sazba se vyjadřuje jako desetinné číslo. Toto pravidlo vyplývá ze způsobu, jak jsou chápány procentně vyjádřené úrokové sazby. Sazba 3 % tak znamená 3 jednotky ze 100, proto ve výpočtu použijeme 0,03. Ze způsobu výpočtu budoucí hodnoty jasně vyplývá, že čím vyšší je úroková sazba, tím vyšší bude i budoucí hodnota.

Koncept současné hodnoty si ukážeme na předešlém příkladu, ve kterém se při úrokové sazbě 3 % zhodnotilo dnešních 1000 Kč na budoucích 1030 Kč. Pokud zachováme úrokovou sazbu, musí mít 1030 Kč, které budeme mít k dispozici za rok, současnou hodnotu 1000 Kč. Výpočet současné hodnoty tak vlastně inverzní operací k výpočtu budoucí hodnoty. Matematicky je kalkulace současné hodnoty definována rovnicí (3.3):

$$PV = \frac{FV}{(1+i)} \quad (3.3)$$

Označení proměnných zůstává shodné s předchozím příkladem a konkrétní výpočet s naším zadáním vypadá následovně:

$$1000 = \frac{1030}{(1+0,03)} \quad (3.4)$$

Stejně jako u budoucí hodnoty je i současná hodnota ovlivněna výší úrokové sazby. V důsledku opačné logiky a použité matematické operace však růst úrokové sazby způsobuje pokles současné hodnoty.

Uvedené příklady jsou ale velmi zjednodušené. Většina finančních transakcí nemá časový horizont neboli splatnost jeden rok. Pokud ovšem do konceptu budoucí hodnoty zavedeme delší období než jeden rok a budeme nadále používat úrokové sazby ve standardním ročním vyjádření, musíme využít princip složeného úročení. Tento princip zohledňuje a započítává úroky z úroků. Pokud investici 1000 Kč necháte na spořicímu účtu uloženu dva roky, tak v průběhu druhého roku nezískáte úroky pouze z původní investice, ale také z úroků připsaných za první rok investice.

Budoucí hodnota takové dvouleté investice na spořicímu účtu s roční úrokovou sazbou 3 % se bude skládat ze čtyř částí. První tři jsou zřejmé a jedná se o původní vklad 1000 Kč, úroky z této investice v prvním roce a úroky z investice za druhý rok. Jelikož ale úroky z prvního roku zůstaly na účtu, staly se součástí investice a v druhém roce byly připsány úroky i z nich. Matematicky to lze s konkrétními údaji zapsat následovně:

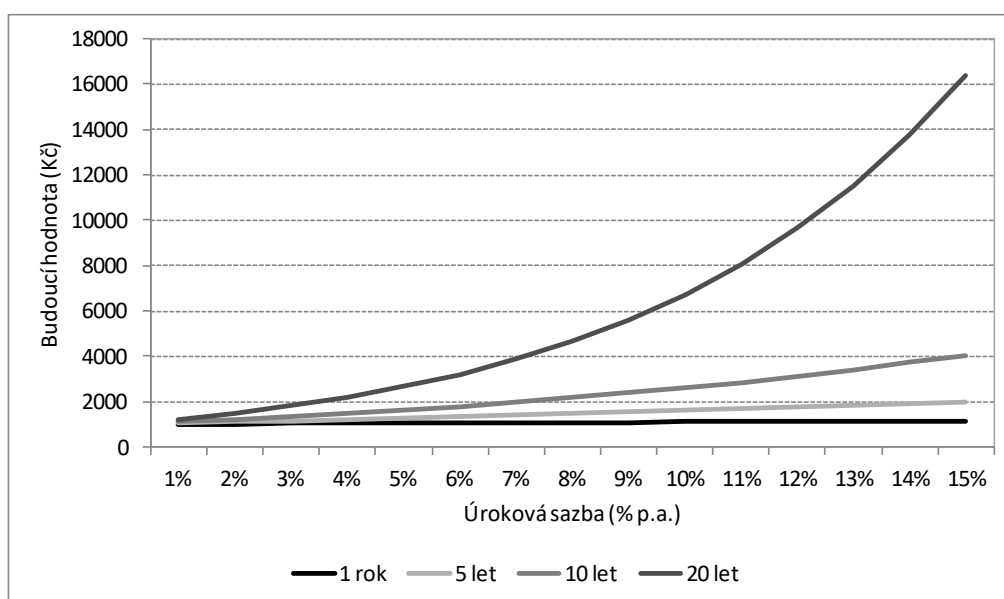
$$1000 + 1000 (0,03) + 1000 (0,03) + 30 (0,03) = 1060,90 \text{ Kč} \quad (3.5)$$

Při použití jednoduché algebry můžeme výpočet budoucí hodnoty za dva roky zapsat i jako  $1000 (1+0,03) (1+0,03) = 1000 (1+0,03)^2$ . Prodloužení časového horizontu investice na tři, čtyři nebo více let tak znamená pouze násobení činitelem  $(1+0,03)$  v počtu odpovídajícím počtu let investice. Například při desetileté splatnosti bychom získali výsledek budoucí hodnoty 1343,92 Kč. Pokud bychom ignorovali princip složeného úročení a pouze vynásobili roční úrokovou sazbu počtem let, získali bychom celkovou úrokovou sazbu 30

% a celkový úrok 300 Kč. Ze srovnání je tak patrné, že složené úročení přináší v našem příkladu při desetileté investici 43,92 Kč neboli 4,392 % navíc. Obecná rovnice pro výpočet budoucí hodnoty s časovým horizontem libovolného počtu let pak vypadá takto:

$$FV = PV(1 + i)^n \quad (3.6)$$

kde proměnné jsou definovány stejně jako v rovnici (3.1) a  $n$  představuje počet let. Obecná rovnice budoucí hodnoty je použitelná i v situaci, kdy splatnost investice není v celých letech. Pakliže budeme mít peníze na účtu tři roky a tři měsíce, potom hodnota mocniny bude tři a čtvrt roku neboli 3,25. Při jakémkoliv výpočtu spojeném s časovou hodnotou je nutné zajistit, aby úroková sazba i čas byly vyjádřeny ve stejných jednotkách času. Pokud používáme roční úrokovou sazbu, splatnost musí být v letech, pokud ale v mocnině vzorce budoucí hodnoty máme měsíce, je nezbytné použít měsíční úrokovou sazbu. I když se úrokové sazby standardně vyjadřují v procentech za rok, transformace roční úrokové sazby na měsíční nebo denní není složitá. Zachováme-li princip složeného úročení, nemůžeme měsíční úrokovou sazbu získat z roční pouhým dělením číslem 12. Definujeme-li měsíční úrokovou sazbu jako  $i_m$ , pak její výpočet za použití našeho příkladu zapíšeme jako  $(1+0,03) = (1+i_m)^{12} = 1,00247$ . Když výsledek převedeme do procentního vyjádření, hodnota měsíční úrokové sazby je 0,247 %. Graf 3-1 zobrazuje srovnání vývoje budoucí hodnoty investice 1000 Kč při různých ročních úrokových sazbách a dobách splatnosti. Dobře patrný je pozitivní dopad výše úrokové sazby i doby splatnosti na výši budoucí hodnoty.



**Obrázek 3-1: Vazba mezi budoucí hodnotou, splatností a úrokovou sazbou**

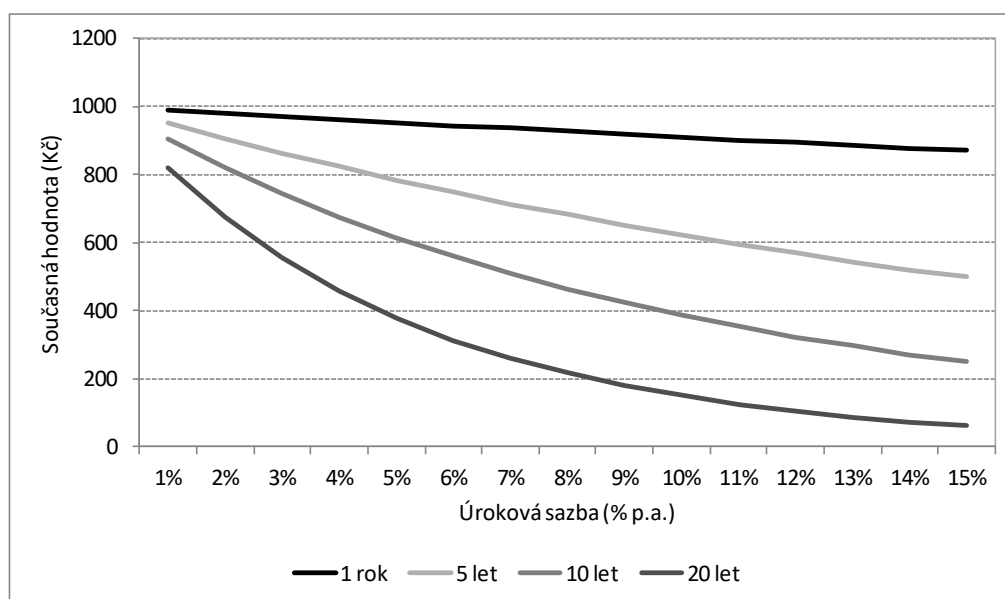
Zdroj: vlastní zpracování

Ani koncept současné hodnoty není omezen pouze na jednoletý horizont. Přizpůsobení výpočtu na delší splatnost vychází ze stejných principů jako u budoucí hodnoty. Základní rovnice (3.3) je tak rozšířena o časové období  $n$  a zapíšeme ji následovně:



$$PV = \frac{FV}{(1+i)^n} \quad (3.7)$$

Rovnice (3.7) patří k nejčastěji využívaným vztahům ve finanční ekonomii a její uplatnění nalezneme v oceňování různých typů cenných papírů, investičním rozhodování nebo finančním plánování. Z koncepce současné hodnoty a způsoby jejího výpočtu vyplývají určitá obecná pravidla. Zvýšení budoucí hodnoty neboli výše očekávané budoucí platby zvýší při zachování dalších podmínek současnou hodnotu. Dále vždy platí, že čím dříve ode dneška bude platba realizovaná, tím vyšší je její současná hodnota. Růst úrokové sazby znamená vlastně zvýšení alternativních nákladů neboli nákladů obětovaných příležitostí, což způsobí pokles současné hodnoty. Vzájemné vazby mezi splatností, úrokovou sazbou a současnou hodnotou budoucí platby 1000 Kč jsou graficky zobrazeny v Grafu 3-2.



**Obrázek 3-2: Vazba mezi současnou hodnotou, splatností a úrokovou sazbou**

Zdroj: vlastní zpracování

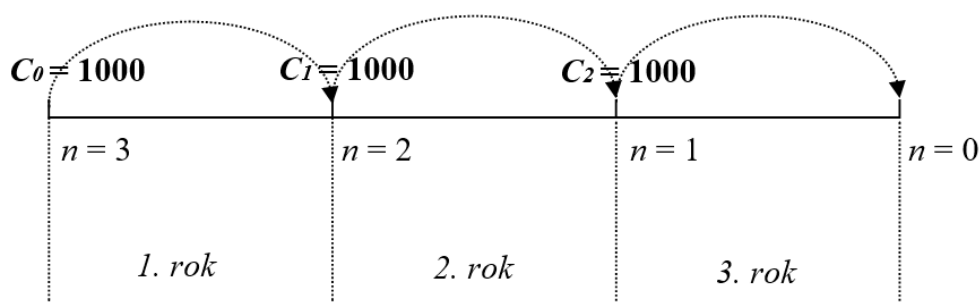
### 3.2 Budoucí a současná hodnota peněžních toků

V předchozí podkapitole jsme pracovali s finančními investicemi či aktivy, které byly spojeny pouze s jednou platbou. Experimentovali jsme jediné s různými časovými okamžiky platby a různě vysokými úrokovými sazbami. Většina finančních aktiv či investičních projektů generuje během své životnosti více plateb či peněžních toků v různých časových okamžicích. Pokud vlastníme dluhopis, získáváme pravidelně každý rok nebo půl roku kuponovou platbu po celou dobu platnosti dluhopisu. Podobně i realizace investičního projektu zpravidla přináší více plateb rozložených v čase. Stejně tak při oceňování podniku se pracuje s projektovanými peněžními toky v průběhu existence podniku.

Pro vysvětlení budoucí hodnoty peněžních toků opět použijeme příklad investice na spořicí účet. Budeme ale předpokládat, že částku 1000 Kč vložíme na účet několikrát vždy

jednou za rok. Mějme za to, že celková doba investice jsou tři roky a 1000 Kč vložíme na účet celkem třikrát, a to na počátku prvního, druhého i třetího roku. Úroková sazba je  $i$  v tomto příkladu 3 % p.a. Pro větší názornost si popsany příklad zobrazíme na časové ose v Obrázku 3-3.

Z obrázku je patrná tříletá splatnost investice rozdělená na jednotlivé roky. Zároveň jsou na časové ose vyznačeny okamžiky, ve kterých se na spořicí účet bude ukládat částka 1000 Kč. Předpokládáme tedy, že naspořené peníze z účtu vybereme za tři roky, což je také časový okamžik, ke kterému budeme počítat budoucí hodnotu. Čas výběru peněz je pro nás základní časový bod, ke kterému vztáhneme hodnotu všech peněžních toků. Proto je na časové ose označen jako  $n = 0$ . První vklad v hodnotě 1000 Kč uložíme na účet dnes, což znamená, že tyto peníze budou na účtu celé tři roky a celou dobu budou přinášet i výnosy. Proto je okamžik dnešního vkladu (začátek prvního roku investice) označen jako  $n = 3$ . Další 1000 Kč uložíme na účet na počátku druhého roku investice a tyto peníze budou na účtu dva roky. Tento okamžik je tak logicky vyznačen jako  $n = 2$ . Poslední vklad 1000 Kč bude připsán na účet na začátku třetího roku investice a bude tak na účtu ležet jeden rok ( $n = 1$ ).



**Obrázek 3-3: Schéma výpočtu budoucí hodnoty proudu peněžních toků**

Zdroj: vlastní zpracování

Vztažení všech peněžních toků k jednomu datu v budoucnu vyplývá z principu časové hodnoty peněz, která říká, že stejná peněžní částka má v různých okamžicích různou hodnotu. Při výpočtu budoucí hodnoty celé investice tak nelze jednoduše sečíst tři peněžní toky, ale musíme sečíst jejich budoucí hodnoty vztažené ke stejnému okamžiku v budoucnu. Samotný výpočet můžeme za použití obecné rovnice budoucí hodnoty (3.1) zapsat následovně:

$$\begin{aligned} FV &= 1000 (1+0,03)^3 + 1000 (1+0,03)^2 + 1000 (1+0,03)^1 \\ &= 1092,73 + 1069,9 + 1030 = 3192,63 \text{ Kč} \end{aligned} \quad (3.8)$$

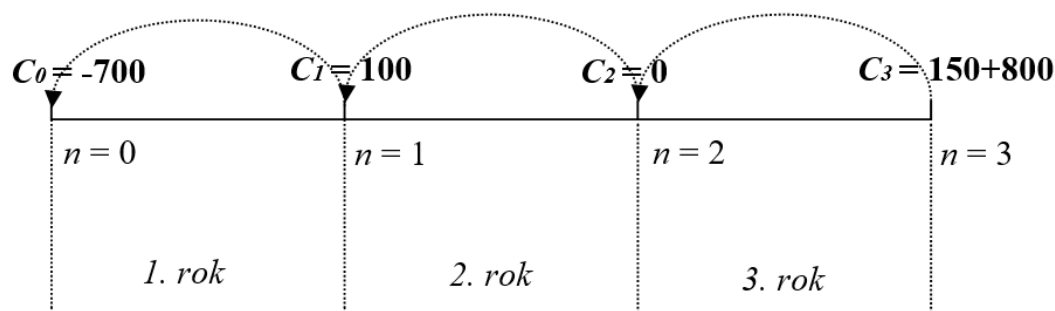
Provedený výpočet lze následně zevšeobecnit do obecného zápisu budoucí hodnoty proudu peněžních toků.

$$FV = C_0(1+i)^n + C_1(1+i)^{n-1} + C_2(1+i)^{n-2} + \dots + C_{n-1}(1+i) + C_n \quad (3.9)$$

kde  $C_0, \dots, C_n$  jsou peněžní toky v různých časových okamžicích respektive v letech 0 až  $n$ ,  $i$  je úroková sazba a  $n$  je splatnost investice. Pro dokonalé pochopení je zapotřebí poznamenat, že tento koncept je díky své univerzálnosti využitelný i pro případy, kdy peněžní toky nejsou pravidelné nebo dosahují rozdílné výše včetně záporných hodnot. Stejně tak i úroková sazba se může během doby trvání investice měnit a pro každý peněžní tok může být použita jiná sazba reflektující aktuální podmínky.

Všechny aspekty, které jsme si doposud vysvětlili u budoucí hodnoty proudu peněžních toků, jsou samozřejmě aplikovatelné i pro výpočet současné hodnoty. Rozdíl spočívá pouze v tom, že budoucí hodnotu jsme mohli počítat k jakémukoliv časovému okamžiku v budoucnosti a záleželo výhradně na požadavcích na požadavcích hodnotitele. Současná hodnota se ale vždy vztahuje k současnosti tedy k dnešku.

Představte si, že si dnes koupíte akcii za 700 Kč. Tato akcie přinese za rok dividendu 100 Kč, další rok akciová společnost dividendy nevyplácí a třetí rok vyplatí 150 Kč a vy akcii prodáte za 800 Kč. Pokud byste neinvestovali peněžní prostředky do akcie, mohli byste je uložit na spořicí účet s úrokovou sazbou 3 % p.a. Proto tuto sazbu použijeme jako alternativní náklady ve výpočtu současné hodnoty investice, která přináší různé a nepravidelné peněžní toky. Schematicky tento příklad zachycuje Obrázek 3-4.



**Obrázek 3-4: Schéma výpočtu současné hodnoty proudu peněžních toků**

Zdroj: vlastní zpracování

Celý výpočet je vztažen k současnosti, proto je dnešek na časové ose označen jako  $n = 0$ . Označení dalších časových okamžiků odpovídá počtu let, které uplynuly od počátku. Celková současná hodnota investice je součtem současných hodnot všech jednotlivých peněžních toků. Vstupní investici 700 Kč do výpočtu začleníme v záporné hodnotě, neboť se jedná o náklad. Další peněžní toky již znamenají příjem, a proto budou kladné. Vstupní investice je dále jediným peněžním tokem, jehož současnou hodnotu nemusíme počítat. Současná hodnota dnešní částky 700 Kč je totiž logicky právě 700 Kč. Na další peněžní toky již použijeme standardní vzorec současné hodnoty.

$$\begin{aligned}
 PV &= -700 + \frac{100}{(1 + 0,03)^1} + \frac{150}{(1 + 0,03)^2} + \frac{800}{(1 + 0,03)^3} \\
 &= -700 + 97,09 + 137,27 + 732,11 = 266,47 \text{ Kč}
 \end{aligned}
 \tag{3.10}$$

Současná hodnota celé investice očištěna o vstupní náklad na zakoupení akcie činí 266,47 Kč. Znamená to mimo jiné, že je tato investice z dnešního pohledu zisková. Obecný zápis výpočtu současné hodnoty peněžních toků je možno definovat takto:

$$PV = C_0 + \frac{C_1}{(1+i)} + \frac{C_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+i)^n} \quad (3.11)$$

Příkladů z finanční praxe, v kterých lze využít konceptu budoucí a současné hodnoty je nespočet a není cílem této učebnice představovat všechny možné varianty a kombinace. Na konci této kapitoly se pouze zmíníme o speciálních formách proudu peněžních toků, kterými jsou annuita a perpetuita. Annuita představuje proud pravidelných a stejně vysokých peněžních toků pro určitou omezenou dobu. U perpetuity tyto peněžní toky plynou po nekonečný počet let. Perpetuita je tak jediná forma proudu peněžních toků, u které nelze vypočítat budoucí hodnotu, protože neexistuje jasný bod v budoucnosti, ke kterému by byl výpočet vztažen. Annuita i perpetuita se mohou vyskytovat i rostoucí variantě, kdy dochází k nárůstu výše peněžních částek v určitém stanoveném tempu. Všechny podoby annuity i perpetuity mají speciální vzorce, které ovšem nebudeme v této učebnici prezentovat a jejich studium a aplikaci přenecháme na pokročilejší kurzy financí.



### SAMOSTATNÝ ÚKOL

V programu Microsoft Excel se naučte zadávat a aktivně používat zabudované finanční funkce. Zejména se věnujte funkcím BUDHODNOTA, SOUČHODNOTA, ČISTÁ.SOUČHODNOTA, FVSCHEDULE, INTRATE, MÍRA.VÝNOSNOSTI, POČET.OBDOBÍ, ÚROK.MÍRA.



### OTÁZKY

1. Jaký je hlavní důvod existence úroků?
2. Jak můžeme definovat současnou hodnotu?
3. Jak definujeme budoucí hodnotu?
4. Je důležité, v jakých jednotkách čas jsou vyjádřeny úroková sazba a splatnost?
5. Jak se vypočte budoucí hodnota peněžních toků?
6. Co znamená annuita a perpetuita?

**SHRNUTÍ KAPITOLY**

Čas je ve financích nesmírně důležitý a ovlivňuje hodnotu finančních prostředků. Jinými slovy tak časová hodnota peněz znamená, že hodnota stejné peněžní částky se v různých časových okamžicích liší. Největší hodnotu má daná peněžní částka v současnosti a s postupem času se její hodnota snižuje. Současnou hodnotu můžeme definovat jako dnešní hodnotu platby nebo peněžního toku, která nastane v budoucnosti. Budoucí hodnotu zase chápeme jako hodnotu, kterou bude mít dnes realizovaná investice v budoucnosti. Současná a budoucí hodnota jsou vzájemně propojeny.

Významným faktorem výše současné a budoucí hodnoty je úroková sazba. Zatímco růst úrokové sazby zvyšuje budoucí hodnotu, tak v důsledku opačné logiky dochází s růstem úrokové sazby k poklesu současné hodnoty. Ve stejném směru jako úroková sazba působí na budoucí a současnou hodnotu také doba splatnosti neboli časové období, v němž se určitý peněžní tok vyskytuje. Příkladů z finanční praxe, v kterých lze využít konceptu budoucí a současné hodnoty je nespočet. Jako základní lze uvést spoření, investice nebo úvěry.

**ODPOVĚDI**

1. Důvodem pro existenci úroků jsou alternativní náklady půjčování peněz. Subjekty, které poskytují půjčky, mohly prostředky investovat jinak a musejí se vzdát výnosů z těchto alternativ.
2. Současnou hodnotu můžeme definovat jako dnešní hodnotu platby nebo peněžního toku, která nastane v budoucnosti.
3. Budoucí hodnotu chápeme jako hodnotu, kterou bude mít dnes realizovaná investice v budoucnosti.
4. Při jakémkoliv výpočtu spojeném s časovou hodnotou je nutné zajistit, aby úroková sazba i čas byly vyjádřeny ve stejných jednotkách času. Pokud například používáme roční úrokovou sazbu, splatnost musí být v letech.
5. Budoucí hodnota peněžních toků se vypočte jako součet budoucích hodnot jednotlivých peněžních toků vztažených ke stejnému okamžiku v budoucnu.
6. Anuita představuje proud pravidelných a stejně vysokých peněžních toků pro určitou omezenou dobu. U perpetuity tyto peněžní toky plynou po nekonečný počet let.

## 4 PENÍZE A PENĚŽNÍ TEORIE



### RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY

V této kapitole se budeme věnovat penězům, a to z mnoha různých pohledů. Nejprve budou vymezeny všechny základní funkce peněz, jimiž jsou prostředek směny, účetní jednotka a uchovatel hodnoty. V další části kapitoly si představíme historický vývoj peněz od komoditních až po elektronické a srovnáme jednotlivé formy peněz, které se postupně vyvinuly. Třetí část kapitoly je věnována vymezení peněžní zásoby neboli celkového množství peněz v oběhu. Podrobněji jsou tak vysvětleny peněžní agregáty, měnová báze a princip jednoduchého peněžního multiplikátoru. Významnou oblastí problematiky peněz je nabídka peněz v ekonomice. Díky procesu multiplikace depozit se na nabídku peněz kromě centrální banky významnou měrou podílejí také komerční banky. Úloha peněz v ekonomice a schopnost peněz ovlivňovat ekonomický vývoj se staly předmětem zájmu mnoha různých ekonomických škol a názorových směrů. V poslední části kapitoly si proto vysvětlíme klíčové předpoklady i závěry několika nejvýznamnějších peněžních teorií (kvantitativní teorie peněz, monetarismus, Keynesova peněžní teorie).



### CÍLE KAPITOLY

- Definovat peníze a vymežit jejich úlohu v ekonomice.
- Pojmenovat a vysvětlit základní funkce peněz.
- Pochopit výhody peněžní ekonomiky oproti ekonomickému systému bez peněz.
- Určit hlavní vývojové etapy peněz a porovnat hlavní charakteristiky jednotlivých typů peněz mezi sebou.
- Popsat klíčové parametry typů peněz, jež jsou v současnosti používány, zejména pak neplnohodnotných peněz a elektronických peněz.
- Charakterizovat peněžní zásobu a její vymezení prostřednictvím měnových agregátů.
- Naučit se strukturu peněžních agregátů používaných v Česku.
- Pochopit vztah mezi měnovou bází a peněžní zásobou definovanou peněžním multiplikátorem.
- Vysvětlit systém nabídky peněz a objasnit úlohu centrální banky a komerčních bank v tvorbě peněz a utváření nabídky peněz.
- Vymežit depozitní multiplikátor a proces multiplikace depozit.
- Definovat povinné minimální rezervy a objasnit jejich význam v bankovním a finančním systému.
- Vyjmenovat hlavní ekonomické teorie zabývající se úlohou peněz v ekonomice, charakterizovat a porovnat jejich hlavní závěry.

- Naučit se, jak dle ekonomických teorií mohou peníze ovlivňovat cenovou hladinu a reálné ekonomické veličiny.

---

## KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY



Peníze, funkce peněz, prostředek směny, účetní jednotka, uchovatel hodnoty, formy peněz, komoditní peníze, plnohodnotné peníze, papírové peníze, neplnohodnotné peníze, elektronické peníze, kryptoměny, peněžní zásoba, peněžní agregáty, měnová báze, peněžní multiplikátor, nabídka peněz, tvorba peněz, povinné minimální rezervy, multiplikace depozit, depozitní multiplikátor, peněžní teorie, kvantitativní teorie peněz, rovnice směny, monetarismus, Keynesova peněžní teorie.

---

V Bibli, prvním listu Timoteovi 6:10, se píše, že láska k penězům je kořenem všeho zla. Tento citát je však často používán spíše ve změněné podobě a za kořen všeho zla jsou považovány samotné peníze. Ačkoliv se jedná o přehnané tvrzení, v mnoha historických případech se velmi přibližovalo pravdě. V průběhu velké hospodářské recese v 30. letech 20. století restriktivní politika a prudké snížení množství peněz v oběhu významně prohloubily ekonomickou krizi v mnoha zemích. Na druhé straně přebytek peněz byl kořenem všeho zla v dalších historických epizodách jako například v Rusku na počátku 90. let 20. století nebo v Zimbabwe v letech 2008–2009 postižených pádivou inflací respektive hyperinflací.

Z určitého pohledu nejsou peníze, případně nabídka peněz, důležité. Životní standard v ekonomice je odvozen od kapacity a schopností ekonomiky vyprodukovat zboží a služby. Pokud by se díky rozvoji a rychlému zavedení nových technologií zdvojnásobil objem produkce, zdvojnásobil by se i kolektivní reálný důchod a životní standard by vzrostl. Pokud by se ale v ekonomice zdvojnásobilo množství peněz, nevedlo by to ke zdvojnásobení kapacity a možnosti produkce a životní standard ani blahobyt v ekonomice by se nezvýšil. Ve skutečnosti by vzrostla především inflace, jejíž růst byl rozpoután nadměrným uvolněním množství peněz v oběhu.

Z druhého pohledu jsou ale peníze velmi důležité. Usnadňují výměnu zboží a služeb, úhradu závazků a umožňují tak efektivnější fungování celé ekonomiky, čímž výrazně přispívají k ekonomickému růstu, zvýšení životní úrovně i blahobytu. Ekonomika s optimálním množstvím peněz se vyhne oběma extrémům v podobě deflace a recese na jedné straně a nebezpečně vysoké inflace na straně druhé. Peníze pomáhají udržovat prostředí, ve kterém se daří různým ekonomickým aktivitám. Nezodpovědný přístup k řízení peněz v ekonomice může vést ke značným problémům a ekonomickým ztrátám u všech hospodářských subjektů. Obezřetnost při řízení peněz naopak může přinést stabilitu klíčových ekonomických proměnných jako je inflace, zaměstnanost nebo důchod.

V každém případě jsou peníze nezbytnou součástí moderního světa a tržní ekonomiky. V této kapitole si proto vysvětlíme, jak peníze chápeme a jaké mají funkce. Dále si ukážeme, jak se peníze v historii vyvíjely až do jejich současné podoby. Vysvětlíme si, jak lze peníze měřit a jak se na úlohu peněz v ekonomice dívají různé školy ekonomického myšlení.

## 4.1 Definice a funkce peněz

Slovo peníze používáme v běžném životě v různých významech. Když někdo vydělává hodně peněz, má vysoký příjem. Když někdo má hodně peněz, považujeme ho za bohatého člověka. Pokud něco stojí hodně peněz, je to buď drahé a nemůžeme si to dovolit nebo si takové zboží koupit můžeme, ale na zaplacení potřebujeme právě hodně peněz. Pro naše potřeby ale peníze chápeme v užším a odbornějším pojetí. Za peníze považujeme cokoli, co může být jednoduše použito k uskutečnění ekonomických transakcí. Formálně pak můžeme peníze definovat jako aktivum, které je obecně přijímáno při platbě za zboží či služby nebo při úhradě závazků. Ve smyslu této definice pak peníze plní tři základní funkce:

- prostředek směny nebo platby (medium of exchange, means of payment),
- účetní jednotka (unit of account),
- uchovatel hodnoty (store of value).

### PROSTŘEDEK SMĚNY

Funkce prostředku směny je pro peníze klíčovou a odlišuje peníze od ostatních druhů finančních i reálných aktiv. Existence peněz a jejich použití v ekonomických transakcích zefektivňuje a zlevňuje výměnu statků i plnění finančních závazků. Tato funkce zároveň vytváří předpoklad pro začlenění peněz do finančního systému. Protikladem směny s peněžním plněním je směna zboží za zboží, která se nazývá barter. Barterová směna je historickým předstupněm směny s peněžním plněním a vyžaduje zájem protistrany o plnění v jiném konkrétním zboží nebo službě. Při rostoucí počtu směňovaných statků se tak barterová směna stává velmi komplikovanou a neefektivní, kdy ekonomické subjekty tráví mnoho času hledáním protistrany ochotné přijmout nabízené naturální plnění (blíže v kapitole 3.2).

Funkci prostředku směny plní peníze uspokojivě pouze tehdy, pokud jsou při směně a vzájemné úhradě závazků akceptovány všude a všemi ekonomickými subjekty. Tato všeobecná zvyklost přijímat peníze je v současnosti podložena právní úpravou peněz jako zákonného platebního prostředku (legal tender). Mnohem více však spočívá na jistotě a důvěře ekonomických subjektů, že si za peníze opět budou moci kdykoli a kdekoli koupit požadované zboží či služby. Je-li tato důvěra jakkoliv narušena, například výraznou inflací, která přispívá k úplnému rozkladu existujícího peněžního systému, začnou ekonomické subjekty zpravidla nahrazovat existující formy peněz jinými aktivy.



## ÚČETNÍ JEDNOTKA

S funkcí prostředku směny je bytostně spjata funkce peněz jako účetní jednotky. Stejně jako délku měříme v metrech a váhu v gramech, hodnotu nebo cenu měříme v peněžních jednotkách. Na území Česka v korunách a haléřích. Jde tedy o technickou vlastnost peněz, o stanovení jednotky míry, ve které jsou vyjadřovány ceny všech ostatních zboží a služeb. Vyjádření vzájemných směnných relací mezi jednotlivými statky a srovnání jednotlivých cen v ekonomice je v peněžním světě velice jednoduché. Pokud by peníze neexistovaly, ekonomika by byla zaplavena ohromným množstvím relativních cen a celý systém by byl nesmírně nepřehledný. Budeme-li uvažovat pouze dva statky v ekonomice, budeme potřebovat pouze jednu cenu (například 1 banán = 3 housky). Tři druhy zboží již znamenají tři ceny, 100 druhů zboží vytváří 4950 cen a 70.000 druhů zboží (nabídka standardního hypermarketu) znamená téměř 2,45 miliardy cen. Ve světě peněz má ale každý ze 70.000 druhů statků vyjádřenu svou cenu v peněžních jednotkách, a proto potřebujeme pouze 70.000 cen, což je 0,003 % cen v systému bez peněz.

## UCHOVATEL HODNOTY

Z funkce prostředku směny vychází i funkce uchovatele hodnoty. Pokud používáme peníze k platbě za zboží a služby, musejí peníze mít schopnost uchovat v sobě hodnotu. Peníze jakožto všeobecně akceptovaný platební prostředek je přijímán mimo jiné z důvodu, že může být použit k jiné platbě v jiném časovém okamžiku v budoucnu. Z toho vyplývá, že v mezidobí peníze nemohou významně ztratit svou hodnotu neboli kupní sílu. Peníze samozřejmě nejsou jediným aktivem, který umožňuje uchovávat hodnotu. Bohatství lze kromě peněz držet například v cenných papírech, drahých kovech, nemovitostech nebo uměleckých dílech. Některá z uvedených aktiv jsou dokonce pro zachování bohatství využívána častěji než peníze. Dluhopisy například přinášejí pravidelné výnosy v podobě kupónových plateb, akcie zase mají potenciál k růstu tržní ceny, což u peněz možné není. Naopak peníze mají díky inflaci spíše tendenci svou reálnou hodnotu v čase ztrácet. V případě, že ekonomické prostředí je charakteristické vysokou mírou inflace, peníze svou funkci uchovatele hodnoty ztrácejí.

Na druhou stranu peníze mají oproti ostatním aktivům velkou výhodu, a to jejich maximální likvidita. Obecně likviditu definujeme jako schopnost, možnost nebo jednoduchost s jakou může být aktivum převedeno na platební prostředek a použito ke koupi statků nebo úhradě závazků. Například dluhopis je mnohem likvidnější než dům, protože dluhopis lze prodat a získat tím peníze mnohem rychleji a levněji než dům. Maximální likvidita peněz neboli jejich okamžitá použitelnost je důvodem, proč ekonomické subjekty uchovávají část bohatství právě v penězích. Likvidita tak kompenzuje nulový nebo záporný výnos, který je obvykle s uchováváním bohatství v penězích spojen.

## 4.2 Vývoj a formy peněz

Jak již bylo výše uvedeno, předstupněm peněžní ekonomiky byl systém založený na barterovém obchodu, při kterém docházelo k přímé výměně zboží a služeb za jiné zboží a služby bez peněžního plnění. Představme si základní situaci, kdy farmář produkuje pšenici a potřebuje ošacení. Pro uskutečnění této směny potřebuje farmář získat odpovědi na dvě základní otázky: (i) kdo nabízí ošacení a za jakých podmínek, (ii) kdo ze subjektů nabízejících ošacení poptává pšenici.

Hlavní problém tohoto příkladu barterové směny je ihned patrný. Jedinec produkující a nabízející pšenici musí najít jedince, který nabízí ošacení a potřebuje pšenici. Barter je tedy založen na existenci dvojité shody potřeb. Problematičnost systému narůstá a funkčnost klesá s rostoucím počtem obchodovaných statků. V primitivním systému jako například v zemědělské soběstačné společnosti, kde si každá rodina samostatně zabezpečuje základní potřeby jako stravu, ošacení a příbytek, nejsou peníze zapotřebí. Nicméně s rozvojem společnosti a skutečností, že lidé se specializují na konkrétní činnost a stávají se závislí na zboží a službách ostatních subjektů, se barter jeví jako velice neefektivní. V barterové ekonomice totiž čas věnovaný nalezení partnera k provedení potřebné směny může přesáhnout čas věnovaný výrobě směnovaného zboží a služeb.

Zavedení peněz jako prostředku směny systém významně zefektivní, protože eliminuje nutnost dvojité shody potřeb. Farmář s potřebou získat ošacení nemusí hledat výrobce ošacení, který potřebuje pšenici. Namísto toho prodá pšenici za peníze a ty použije na nákup ošacení. Peníze jako prostředek směny umožňují uskutečnění všech ekonomických transakcí nezávisle na sobě.

### KOMODITNÍ PENÍZE

Prvními penězi byly určité druhy zboží, které pro danou společnost nebo území byly významné, což se projevovalo v nemalé vnitřní hodnotě. Jako komoditní (zbožové) peníze sloužila celá řada statků. Nejstaršími penězi byl pravděpodobně dobytek, protože jeho domestikace předcházela pěstování plodin. Dobytek je zároveň „nejdéle sloužícím“ prostředkem směny, protože v některých částech Afriky se jím platilo ještě v polovině minulého století. V Číně se v různých časových obdobích vystřídalo několik druhů zbožových peněz včetně hedvábí, kauri mušlí, motyk, rýčů a nožů. Dalšími příklady komoditních peněz může být máslo v Norsku, velrybí zuby ve Fidži nebo sůl v Benátkách. Je tedy zřejmé, že škála zbožových peněz je pestrá a liší se podle místa i času.

Úspěšnost a maximální využitelnost určitého statku ve funkci komoditních peněz závisí na několika charakteristikách:

- Musí být využitelné pro většinu lidí.
- Musí být dostupné a užívané v určitém standardizovaném množství.
- Musí být trvanlivé.

- Musí vykazovat vysokou hodnotu vzhledem k hmotnosti a velikosti, aby bylo snadno transportovatelné.
- Bez ztráty svých vlastností a kvalit musí být dělitelné do malých částí, aby s ním bylo možno efektivně obchodovat.
- Jejich hodnota peněžní musí odpovídat hodnotě pro nepeněžní účely (využití jako zboží).

Tyto vlastnosti nejlépe naplňovaly drahé kovy, z nichž se používala měď, stříbro a nakonec nejvíce zlato. Drahé kovy a zejména zlato bylo široce akceptováno jako platební prostředek. Může být vyčištěno do vysoké ryzosti a přetaveno do standardizovaných váhových jednotek jako mince, unce. Zlato je navíc maximálně trvanlivé, nekoroduje ani nezažhází. Zlato je navíc velmi vzácné, proto v malém objemu se skrývá vysoká hodnota a bez ztráty kvality a hodnoty může být děleno na menší části.

### **PAPÍROVÉ PLNOHODNOTNÉ PENÍZE**

Rozmach ekonomických aktivit spojených mimo jiné s průmyslovou revolucí, která začala v 18. století, s sebou nesl i zvýšenou potřebu používání peněz ve velkém objemu. Oběh kovových mincí se tak stával stále více nepohodlný. Představte si i v dnešních podmínkách, jak komplikované by bylo zaplatit za nový dům v mincích. V roce 1656 vznikla Stockholm Banco, kterou založil Švéd jménem Johan Palmstruck. O pět let později vydal první papírové peníze v Evropě, čímž zhruba o tisíc let zaostal za Čínou. Tyto peníze byly 100% kryty tehdejšími švédskými komoditními penězi – měděnými ingoty. Náhrada ingotů za papírové peníze tak byla přinejmenším příjemným odlehčením peněžního oběhu a papírové peníze (full-bodied money) začaly v platebním styku nahrazovat komoditní peníze, jež zůstávaly uschovány.

Na stejném principu začala vydávat papírové peníze i Bank of England ihned po svém založení v roce 1694. Díky plnému krytí zlatem sloužily papírové peníze jako potvrzení banky, že při jeho předložení bude majiteli vyplaceno množství zlata, na které peníze zní. Zpočátku byly papírové peníze vypsány ručně na bankovním papíru a zněly na přesnou sumu liberách, šilincích a pencích uloženou v bance. Po peněžní reformě v roce 1696 bylo rozhodnuto, že nebudou vydávány bankovky s nominální hodnotou nižší než 50 liber. Jelikož v dané době byl průměrný roční příjem nižší než 20 liber, většina lidí se během svého života s papírovými penězi ani nesešla. Postupem času se začaly vydávat částečně předtištěné bankovky v různých standardizovaných nominálních hodnotách, kde pokladníci banky ručně dopisovali pouze některé náležitosti.

### **NEPLNOHODNOTNÉ PENÍZE**

Plnohodnotné papírové peníze sice byly zcela kryty například zlatem a umožňovaly plnou směnitelnost papírových peněz za zlato, ale četnost takových výměn byla nízká. Díky větší efektivitě byly papírové peníze používány spíše v oběhu než ke směně za zlato a zlato pak zůstávalo uloženo v trezorech. V takové situaci je legitimní otázka, zda peníze musí

být zcela kryty, aby dobře plnily své funkce. Nestačilo by třeba pouze třetinové krytí nebo musí být peníze vůbec nějak kryty? I přes různé názory na tuto problematiku je logickou odpovědí, že krytí papírových peněz není zapotřebí. Pokud lze za papírové peníze bez obtíží koupit zboží a služby a použít je při placení a pokud finanční systém funguje stabilně a efektivně, nikoho příliš nezajímá, kolik zlata či jiné komodity peníze kryje.

Peníze v dnešní době žádné komoditní krytí nemají, jejich faktické krytí spočívá v implicitní důvěře lidí a dalších ekonomických subjektů ve zdravou hospodářskou politiku dané země. Ta by měla ve vztahu k penězům především zajistit, aby do oběhu nebyl vydáván přebytek peněz, který by způsobil významný pokles jejich kupní síly. Pokud tato důvěra není narušena, peníze plní veškeré své funkce i bez jakéhokoliv komoditního krytí. V takovém případě hovoříme o neplnohodnotných penězích (fiat money).

Vznik neplnohodnotných peněz pramení ze zjištění bank a zlatníků, kteří například v Anglii rovněž vydávali papírová potvrzení o uloženém zlatu, že plné krytí není nutné. Ačkoliv zlato bylo při předložení potvrzení dostupné okamžitě, ve skutečnosti se k emitentům vracel pouze zlomek vydaných papírových peněz s požadavkem na výběr zlata z úschovy. K pokrytí požadavků na výběr tak stačilo například pouze 20 % skutečně uloženého zlata. Papírových peněz se následně začalo do oběhu vydávat více, než odpovídalo skutečným zásobám zlata v úschově. Vydavatelé papírových peněz je začali půjčovat kvalitním klientům a inkasovat z toho úrokové platby. V této činnosti stále spoléhali na to, že emitované peníze nebudou v celém objemu předloženy k vyplacení zlata, i když formálně nadále existovalo 100% krytí. Pokud emitenti peněz dodržovali například úroveň 20% krytí zlatem, celková zásoba peněz představovala 1,8 násobek hodnoty zlatých rezerv. Kdykoliv bylo vydáno potvrzení bez přijetí protihodnoty ve zlatě, byly vytvořeny nové peníze. Byla tak přetržena do té doby pevná vazba mezi zlatými rezervami a nabídkou peněz. V podstatě tato změna položila základ současného částečně rezervního bankovníctví.

Neplnohodnotné peníze v současné podobě mají několik základních výhod, které vysvětlují jejich všeobecné rozšíření.

- Výroba neplnohodnotných peněz je významně levnější. Nevyžaduje využití drahých kovů či jiných komodit pro peněžní účely a tyto vzácné komodity se mohou využít produktivně. Výroba stokorunové bankovky znamená náklady přibližně jednu korunu, jeden kus tisícovky zhruba dvě koruny a nejdražší, s náklady 3 koruny, je pětistovčá bankovka. U mincí není rozdíl výrobních nákladů a nominální hodnoty tak velký. Průměrné náklady na výrobu jedné české mince, které se vyskytují v nominálech 1, 2, 5, 10, 20 a 50 Kč, je 1,87 korun.
- Neexistuje motivace znehodnocovat neplnohodnotné peníze jako se u plnohodnotných dělo například snižováním obsahu zlata v mincích a jeho nahrazováním jinými kovy.
- Nabídka peněz není spojena se zásobami komodity. Peněžní nabídka tak není vystavena volatilitě způsobené změnami v zásobách komodity a může růst s růstem ekonomiky. Tato výhoda nicméně skrývá i hlavní riziko neplnohodnotných peněz. Lze

jich tisknout a do oběhu vydávat neomezené množství a nezodpovědná měnová politika může způsobit vysokou inflaci a citelnou ztrátu kupní síly peněz.

### ELEKTRONICKÉ PENÍZE A KRYPTOMĚNY

Elektronické peníze lze považovat (dle Směrnice evropského parlamentu a rady 2000/46/ES) za náhradu mincí a bankovek, které se ukládají na elektronickém médiu, jako jsou čipová karta nebo paměť počítače, a které jsou obecně určeny pro uskutečňování elektronických plateb v omezené výši. Podle Zákona č. 370/2017 Sb., o platebním styku se elektronickými penězi rozumí hodnota, která:

- představuje pohledávku vůči tomu, kdo ji vydal,
- je uchovávaná elektronicky,
- je vydávaná proti přijetí peněžních prostředků za účelem provádění platebních transakcí.
- je přijímána jinými osobami než tím, kdo ji vydal.

Elektronické peníze fungují na základě různých internetových platebních systémů, mezi ty nejznámější lze zařadit např. Ecash, Cybercash, Milicent a Mondex. Elektronické peníze lze označit za digitální ekvivalent klasické hotovosti, kterou uplatňujeme v hotovostním platebním styku. Smyslem a účelem elektronických peněz nebylo nahradit funkci samotné hotovosti, tak jak ji známe ve formě skutečných peněz, ale cílem byla spíše snaha o náhradu skutečných peněz při úhradě zcela nepatrných finančních transakcí, tzv. mikroplateb, a to z toho důvodu, že při těchto transakcích jsou daleko nižší náklady na jejich realizaci oproti nákladům, které vznikají při transakci skutečných peněz. Vzhledem k tomuto se staly elektronické peníze přímým konkurentem nejpoužívanějšího platebního nástroje, a to platebních karet.

### PŘÍPADOVÁ STUDIE



#### POČET MINCÍ A BANKOVEK ČESKÉ KORUNY V OBĚHU

V Česku bylo ke konci roku 2018 v oběhu přes 2,4 miliardy bankovek a mincí, což je meziroční nárůst o pět procent. Hodnota peněz v oběhu stoupla z předloňských 592 miliard na zhruba 616 miliard Kč. Z bankovek bylo ke konci roku 2018 v oběhu nejvíce tisícikorun, a to 141,2 milionu. Následují dvoutisícikorunové bankovky, stovky a dvoustovky. V případě mincí peněžnímu oběhu kralují koruny a dvoukoruny. Obecně podle statistik u mincí platí, že čím nižší hodnota, tím více kusů. Z dalších statistik ČNB vyplývá, že v roce 2018 nechala centrální banka vyrobit 126,2 milionu mincí, přičemž v roce 2017 to bylo 95,7 milionu. Z toho bylo například 10,5 milionu padesátikorun a 31,2 milionu korunových mincí. V roce 2017 bylo vyrobeno zhruba 14,7 milionu padesátikorun, počet nově vyrobených korunových mincí byl 20 milionů. Přesné údaje o počtu a celkové hodnotě platidel v oběhu ke konci roku 2018 uvádí následující tabulka.

Nominální hodnota	V oběhu v milionech Kč	Podíl	V oběhu miliony kusů	Podíl	Počet kusů na 1 obyvatele
<b>BANKOVKY</b>					
5 000 Kč	158 833,3	25,7 %	31,8	6,7 %	3
2 000 Kč	258 480,8	41,8 %	129,2	27,2 %	12,2
1 000 Kč	141 176,1	22,8 %	141,2	29,8 %	13,3
500 Kč	22 073,8	3,6 %	44,1	9,3 %	4,2
200 Kč	12 917,3	2,1 %	64,6	13,6 %	6,1
100 Kč	6 329,6	1,0 %	63,3	13,3 %	6
<b>Bankovky celkem</b>	<b>599 810,9</b>	<b>97,0 %</b>	<b>474,2</b>	<b>100,0 %</b>	<b>44,7</b>
<b>MINCE</b>					
50 Kč	6866,6	1,1 %	137,3	7,0 %	13
20 Kč	4215,1	0,7 %	210,8	10,7 %	19,9
10 Kč	2377,7	0,4 %	237,8	12,1 %	22,4
5 Kč	1399,7	0,2 %	279,9	14,2 %	26,4
2 Kč	997,7	0,2 %	498,9	25,4 %	47,1
1 Kč	601,2	0,1 %	601,2	30,6 %	56,7
<b>Mince celkem</b>	<b>16 458,0</b>	<b>2,7 %</b>	<b>1 965,9</b>	<b>100,0 %</b>	<b>185,5</b>
Pamětní mince	2 360,5	0,4 %	2,7		
<b>Celkem</b>	<b>618 629,4</b>	<b>100,0 %</b>	<b>2 442,8</b>		<b>230,2</b>

Zdroj: Webová stránka ČNB [online]. Dostupné z <https://www.cnb.cz/cs/platidla/obeh/struktura/index.html>, [vid. 12. 4. 2019].

Technologicky se mohou elektronické peníze vyskytovat v několika variantách. Buď jako virtuální kopie skutečných mincí ve standardizovaných nominálních hodnotách (token-based) nebo častěji jako zůstatek na elektronickém účtu (balance-based). Dále můžeme elektronické peníze rozdělovat dle jejich povahy na bankovní a nebankovní, a to čistě z toho pohledu, zda jsou emitovány bankou, jakožto právnickou osobou, která disponuje bankovní licenci udělenou ČNB při splnění zákonem stanovených podmínek.

V případě elektronických peněz je ale třeba zdůraznit, že nemáme na mysli elektronické neboli bezhotovostní formy placení jako jsou bankovní převody, platební karty nebo šeky. Všechny tyto platební možnosti jsou přímo napojeny na bankovní účet a představují tak bezhotovostní alternativu použití dostupných finančních prostředků k zaplacení. Elektronickými penězi podle výše uvedených charakteristik nejsou ani kryptoměny, zejména jim schází právní podchycení a legislativní úprava.

Kryptoměna funguje na základě kryptografie v rámci níž, dochází k řetězení digitálních podpisů jednotlivých převodů, peer-to-peer sítě a decentralizace. Aktuálně je stále nejznámějším a doposud nejrozšířenějším zástupcem kryptoměn bitcoin. Vedle něj se rozvíjejí

další poměrně známé kryptoměny, jako jsou např. Ethereum a EOS. Bitcoin byl vytvořen v roce 2009 v Japonsku autorem, jehož přesná totožnost není známa. Tato virtuální měna byla „vytvořena“ v omezeném počtu 20.999.999,9769 s tím, že v roce 2140 dojde k vytěžení posledního bitcoinu.

Mezi základní znaky, podle kterých můžeme identifikovat obecně kryptoměny, patří jejich absolutní decentralizace. Znamená to, že zde není žádná soustředěná státní moc, která by tuto oblast jakkoliv kontrolovala např. prostřednictvím centrální banky. Dále zde nefiguruje žádný prostředník, takže peníze se zasílají ihned bez jakýchkoliv prostředníků v podobě bank, družstevních záložen atp., což ušetří nemalé náklady, čas a také je tímto způsobem zajištěna daleko větší anonymita celé finanční transakce. Mezi další znaky patří silné šifrování, které je ve své podstatě neprolomitelné, celosvětová působnost, neexistence transakčních poplatků popř. pouze symbolické poplatky, přímá komunikace mezi uživateli, otevřené zdrojové kódy.

### 4.3 Peněžní zásoba

Množství peněz v oběhu a jeho změny silně ovlivňují vývoj mnoha významných makroekonomických veličin jako jsou úrokové sazby, důchod, ekonomický růst a zejména inflace. Inflaci chápeme jako růst cenové hladiny, a proto v inflačním prostředí je pro zakoupení stejného zboží s postupem času potřeba více peněžních jednotek. Jinými slovy to znamená, že inflace snižuje kupní sílu peněz a primárním zdrojem inflace je nadbytek peněz v ekonomice. Z tohoto důvodu je nezbytné mít systém, jak peněžní zásobu měřit a zjištěné hodnoty pravidelně zveřejňovat.

Podle standardního systému aplikovaného v tržních ekonomikách představuje peněžní zásoba množství peněz v dané ekonomice k určitému časovému okamžiku. Její velikost je sledována prostřednictvím peněžních agregátů, jejichž měření zajišťuje zpravidla centrální banka. Ta také příslušné údaje publikuje v měnovém přehledu. Peněžní agregáty vycházejí z rozlišení různých forem peněz podle jejich likvidity, čili jejich schopnosti být přeměněny na akceptovatelný prostředek směny. Strukturu peněžních agregátů používaných v Česku znázorňuje Tabulka 4-1. Uvedené složení a členění plně odpovídá struktuře peněžních agregátů v eurozóně.

**Tabulka 4-1: Diverzifikace rizika**

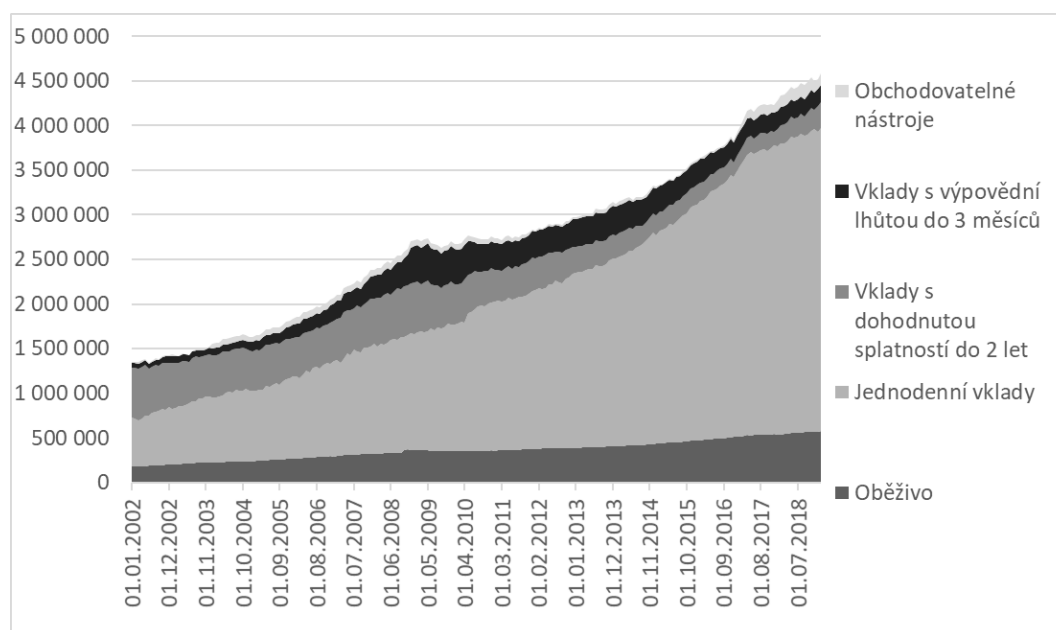
Pasiva	M1	M2	M3
Emitované oběživo (bankovky a mince)	X	X	X
Jednodenní vklady	X	X	X
Vklady s dohodnutou splatností do 2 let		X	X
Vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců		X	X
Repo operace			X
Akcie/podílové listy fondů peněžního trhu			X
Emitované dluhové cenné papíry do 2 let			X

Zdroj: Webová stránka ČNB [online]. Dostupné z [https://www.cnb.cz/cs/statistika/menova\\_ban-kovni\\_stat/stat\\_mb\\_met/stat\\_mb\\_harmon\\_agregaty.html](https://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_ban-kovni_stat/stat_mb_met/stat_mb_harmon_agregaty.html), [vid. 14. 4. 2019].



Peněžní agregáty M1, M2 a M3 jsou nazývány jako úzké peníze (narrow money), střední peníze (intermediate money) a široké peníze (broad money). Agregáty obsahují pasiva emitované sektorem měnových finančních institucí a zahrnují pouze pozice českých rezidentů u měnových finančních institucí nacházejících se v Česku. Likvidní aktiva českých rezidentů v cizích měnách mohou být velmi blízkými substituty aktivům v Kč. Proto peněžní agregáty zahrnují tato aktiva, pokud jsou uložena u měnových finančních institucí nacházejících se v Česku.

Úzké peníze (M1) zahrnují oběživo, tj. bankovky a mince, a také zůstatky, které lze okamžitě převést na oběživo nebo použít k bezhotovostní platbě, např. jednodenní vklady. Úzké peníze svou definicí nejlépe odpovídají funkci peněz jako prostředku směny. Střední peníze (M2) zahrnují úzké peníze (M1) a navíc vklady se splatností do dvou let a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců. V závislosti na likvidnosti lze tyto vklady převést na složky úzkých peněz, ale v některých případech se mohou objevit určitá omezení, jako např. nutnost dát výpověď, prodlení, penále nebo poplatky. Definice M2 odráží zájem o analýzu a sledování peněžního agregátu, který kromě oběživa zahrnuje i likvidní vklady. Široké peníze (M3) zahrnují M2 a obchodovatelné nástroje emitované sektorem měnových finančních institucí. Do tohoto agregátu patří některé nástroje peněžního trhu, zejména akcie/podílové listy fondů peněžního trhu a repo operace. Vysoká míra likvidity a cenová jistota zajišťují, že jsou tyto instrumenty blízkými substituty vkladů. Jejich zahrnutí vede k tomu, že M3 je méně ovlivňován substitucí mezi různými kategoriemi likvidních aktiv, než jsou užší definice peněz a díky tomu je stabilnější. Širší definice peněžní zásoby více zdůrazňuje funkci peněz jako uchovatele hodnoty, nicméně dostatečná likvidita stále zaručuje, že se jedná o peníze. Vývoj jednotlivých položek české peněžní zásoby zachycuje Obrázek 4-1.



**Obrázek 4-1: Složení peněžní zásoby v Česku v letech 2002 – 2019 (mil. Kč)**

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB



Z grafu je jednoznačně vidět, že nejvýznamnější součástí peněžní zásoby v Česku jsou dlouhodobě jednodenní vklady. Jejich podíl navíc v čase narůstá a hlavní zrychlení nárůstu se odehrálo v období 2007-2008 a poté v letech 2016 a 2017. Detailnější pohled na Obrázek 3-1 pak ukáže, že objem jednodenních vkladů narostl především na úrok jiné složky peněžní zásoby, zejména to byly termínové vklady a depozita s výpovědní lhůtou, jež byla ukončována a převáděna do likvidnější formy jednodenních vkladů. Objemově mírný nárůst zaznamenalo ve sledovaném období oběživo, nicméně jeho relativní podíl na celkové peněžní zásobě zůstává téměř konstantní na úrovni okolo 13 %. Zbývající součástí peněžní zásoby zahrnuté pouze v širokém vymezení peněz pomocí agregátu M3 nejsou významné a na vývoj peněžní zásoby nemají zásadní vliv. Projevuje se to pak ve velice synchronizovaném vývoji agregátů M2 a M3.

Úzkou vazbu k uvedeným peněžním agregátům vykazuje ukazatel měnové báze ( $B$ ). Vyjadřuje vztahy centrální banky vůči ostatním sektorům v ekonomice a metodika sestavování ukazatele je sjednocena na mezinárodní úrovni v rámci členských zemí Mezinárodního měnového fondu. Z hlediska svého užití zahrnuje měnová báze oběživo v oběhu a bankovní rezervy. Oběživo v oběhu představuje jednak hotovost držená domácnostmi a firmami, jednak hotovost v bankovních trezorech obchodních bank. Bankovní rezervy zahrnují povinné minimální rezervy a volné rezervy obchodních bank na účtech u centrální banky. Velikost měnové báze je pod přímou kontrolou centrální banky, která může její vývoj regulovat nástroji měnové politiky. Svými multiplikačními účinky ovlivňuje měnová báze celou peněžní zásobu, a to jak celkově, tak i v její struktuře.

Tato vazba je reprezentována peněžním multiplifikátorem, který udává, jak velký přírůstek peněžní zásoby bude vyvolán určitým přírůstkem měnové báze. Velikost peněžního multiplifikátoru vypočítáme podle následujícího vztahu:

$$M = \frac{cr + 1}{cr + rr} * B \quad (4.1)$$

$$M = m * B$$

kde  $M$  je peněžní zásoba,  $B$  představuje měnovou bázi,  $cr$  je podíl oběživa na vkladech,  $rr$  je definován jako podíl bankovních rezerv na vkladech neboli míra bankovních rezerv a  $m = \frac{cr+1}{cr+rr}$  je pak samotný peněžní multiplifikátor. Peněžní multiplifikátor je tím větší, čím menší je míra bankovních rezerv a čím menší podíl peněz lidé a ekonomické subjekty drží jako oběživo.

#### 4.4 Nabídka peněz

Jak již bylo zmíněno v kapitole 4.2 v diskusi o neplnohodnotných penězích, současný systém bankovníctví je v základním principu podobný situaci, kdy emitenti papírových peněz přestali dodržovat plné krytí peněz zlatem a začali vydávat do oběhu více peněz, než měli zlatých rezerv. V dnešní době částečně rezervního bankovníctví jsou komerční banky

povinny udržovat pouze zlomek přijatých vkladů v podobě povinných minimálních rezerv a odvádět je centrální banky. V Česku tato sazba povinných rezerv aktuálně činí 2 %. Stejně jako zlatníci neměli dostatek zlata na okamžité vyplacení všech osob, které měly potvrzení o uložení zlata (papírové peníze), tak ani komerční banky dnes nedisponují dostatečnými likvidními rezervami, aby mohly v každém okamžiku vyplatit všechna depozita, jež od vkladatelů přijaly. Stejně jako dříve zlatníci, tak i nyní banky by neměly žádný zisk, pokud by držely 100% rezervy a čekaly, až si peníze někdo vybere. Proto banky drží jen určitou část a zbylé peníze půjčují ve formě úvěrů.

Poskytované úvěry v podstatě vytvářejí nové peníze, peníze v bezhotovostní podobě a zvyšují nabídku peněz v ekonomice. Určitým omezením použití depozit získaných komerční bankou jsou požadavky centrální banky na výši povinných minimálních rezerv. Přitom platí, že čím menší část depozit jsou banky povinny držet ve formě rezerv u centrální banky, tím více depozitních peněz mají možnost vytvořit. Jedna koruna dodatečných depozit tak bankovní systém dokáže přeměnit v mnoho dodatečných korun. Pod nabídkou peněz je nutno chápat peněžní zásobu, kterou je schopen v rámci daných pravidel vytvořit bankovní systém jako celek. Soudobé bankovní systémy v tržních ekonomikách jsou dvou-  
stupňovými systémy tvořenými jednak centrální bankou, jednak bankami komerčními. Monopolem emise hotovostních peněz v podobě bankovek a mincí disponuje centrální banka. Komerční banky hotovostní peníze vydávat nemohou, ale svou činností vytvářejí peníze depozitní.

Vysvětlení procesu tvorby depozitních peněz provedeme na zjednodušeném modelovém příkladu. Všechny komerční banky mají u centrální banky své účty, na kterých drží své rezervy, a budeme předpokládat, že centrální bankou je stanovena míra povinných minimálních rezerv v aktuálně platné výši 2 %. Nyní si představte situaci, že vám dědeček věnoval 100.000 Kč v hotovosti, abyste se mohli plně věnovat náročnému studiu na Obchodně podnikatelské fakultě v Karviné a na nezbytné náklady si nemuseli vydělávat brigádami. Peníze si tak uložíte na své studentské konto například v ČSOB (Banka 1) a už v tomto okamžiku vás bude určitě zajímat, o kolik celkem vrostete díky tomuto vkladu v Česku peněžní zásoba. Je vhodné připomenout, že samotných 100.000 Kč již součástí peněžní zásoby jakožto oběživo je. ČSOB má povinnost 2 % z vkladu, což jsou 2.000 Kč, odvést na účet povinných minimálních rezerv do centrální banky. Zbývajících 98.000 Kč představuje pro banku volné zdroje, které může využít pro své obchodní aktivity a zajištění příjmu a zisku. Banka tak 98.000 Kč půjčí klientovi, který si chce pořídit ojetý automobil. V okamžiku poskytnutí úvěru vrostete nabídka peněz o 98.000 Kč, jelikož peníze jsou převedeny na účet dlužníka. Nikdo nemá méně peněz, vy stále disponujete 100.000 Kč na svém účtu a motorista má 98.000 Kč na svém účtu připravených k zaplacení automobilu.

Když si dlužník auto koupí, zaplatí částku 98.000 Kč a finanční prostředky převede na bankovní účet prodejce, který je vedený například v České spořitelně (Banka 2). Česká spořitelna tak obdrží nový vklad ve výši 98.000 Kč a opět musí postupovat podle platných regulí. Odvede 1.960 Kč jako 2 % z vkladu na účet povinných minimálních rezerv a má k dispozici 96.040 Kč nadbytečných zdrojů. Jako každá jiná banka hledá ziskové příležitosti,

a proto danou částku půjčí klientovi například na vybavení domácnosti. Dlužník si koupí kuchyňskou linku a peníze pošle stolaři na účet vedený v UniCredit Bank (Banka 3). Peněžní nabídka vzrostla o dalších 96.040 Kč. Vy stále máte 100.000 Kč od dědečka na účtu, prodejce auta má svých 98.000 Kč a nový dlužník právě zaplatil 96.040 za nový nábytek do bytu. Původní vklad tak již v této fázi způsobil zvýšení nabídky peněz o  $98.000 + 96.040 = 194.040$  Kč. Nastíněný proces tvorby nových peněz a zvyšování peněžní nabídky samozřejmě může v podobném duchu pokračovat, jak ukazuje Tabulka 4-2.

**Tabulka 4-2: Tvorba peněz pomocí multiplikace depozit**

Banka	Nový vklad	Nové povinné rezervy	Nový úvěr (potenciální vklad)
Banka 1	100.000,-	2.000,-	98.000,-
Banka 2	98.000,-	1.960,-	96.040,-
Banka 3	96.040,-	1.920,80	94.119,20
Banka 4	94.119,20	1.882,38	92.236,82
Banka 5	92.236,82	1.844,74	90.392,08
Banka 6	90.392,08	1.807,84	88.584,24
Všechny další banky	4.429.211,90	88.584,24	4.517.796,14
<b>CELKEM</b>	<b>5.000.000,-</b>	<b>100.000,-</b>	<b>4.900.000,-</b>

Zdroj: vlastní zpracování

I přes názornou ukázkou procesu tvorby peněz zůstává otázkou, jak byl proveden výpočet celkové změny peněžní zásoby i objemu povinných rezerv. Kromě součtu všech nových vkladů ve všech bankách zapojených do procesu lze nárůst nabídky peněz vypočítat pomocí součtu nekonečné geometrické řady, jejíž kvocient je odvozen od sazby povinných minimálních rezerv a první člen odpovídá původnímu vkladu. Výpočet tak lze provést podle následujícího vzorce:

$$\delta M = \frac{1}{r_D} * d_1 \quad (4.2)$$

kde  $\delta M$  je celková změna peněžní zásoby,  $r_D$  je sazba povinných minimálních rezerv a  $d_1$  představuje výši původního vkladu. Převrácenou hodnotu sazby rezerv  $\frac{1}{r_D}$  nazýváme jed-

noduchým depozitním multiplikátorem. V našem příkladu tak hodnota jednoduchého depozitního multiplikátoru byla  $50 = 1/0,02$ . Čím vyšší je hodnota multiplikátoru, tím intenzivnější je multiplikace depozit a celkový přírůstek peněžní zásoby vyvolaný původním vkladem je větší. V aplikaci na sazbu povinných minimálních rezerv to znamená, že při jejím poklesu vzroste peněžní nabídka více a při jejím vzrůstu bude růst nabídky peněz méně intenzivní.

V ekonomické realitě ovšem představený model multiplikace depozit nefunguje tak hladce, ale musí se potýkat s určitými omezeními. V prvé řadě je nutné, aby poskytnuté úvěry nezůstaly v hotovosti uložené doma. Pokud by si v našem příkladu první dlužník koupil auto pouze za 90.000 Kč a zbývající část si ponechal v hotovosti jako rezervu, multiplikace depozit by se ve všech následujících krocích omezila. Kdykoliv peníze zůstanou v oběhu mimo bankovní sektor, tvorba nových peněz nemůže logicky probíhat. Druhým

faktorem, který může skutečnou hodnotu depozitního multiplikátoru snížit pod jeho maximální úroveň, je neschopnost nebo neochota bank všechny volné zdroje poskytnout dále jako úvěry klientům. Objem přebytečných rezerv přitom banky mění mimo jiné podle fáze hospodářského cyklu. V době hospodářského poklesu mají zpravidla tendenci držet vyšší přebytečné rezervy a při oživení a růstu ekonomiky banky zvyšují úvěrovou aktivitu a rezervy drží co nejlíže povinným minimálním rezervám. Předpokládali jsme také, že proces multiplikace probíhá teoreticky až do nekonečna. V reálné bankovní praxi se však dříve nebo později dostaneme k částce, která pro svou velikost již nemůže být dále bankou zapůjčena.

## **4.5 Peněžní teorie**

Z dosavadního výkladu je patrné, že peníze neboli peněžní zásoba mají na ekonomiku významný vliv. Význam je podtržen skutečností, že ovlivňování a regulování peněžní zásoby patří k pilířům měnové politiky, která je klíčovou součástí hospodářské politiky každé země. Důležitost peněžní zásoby je řešena i v mnoha ekonomických teoriích a to i přesto, že neexistuje jednotný názor na to, v jakém rozsahu růst nabídky peněz ovlivní průběh reálných ekonomických procesů a v jaké míře pouze vývoj nominálních veličin.

Obecně je však přiznáváno, že nabídka peněz je více či méně autonomní veličinou tržního ekonomického systému, která může být ovlivňována centrální bankou podle zaměření její měnové politiky. Při detailnějším pohledu vystoupí do popředí rozdílné dopady, které má růst nabídky peněz na ekonomiku bezprostředně či v krátkém časovém a které se projeví teprve se zpožděním v delším časovém období. Tyto rozdíly jsou dány především tím, že vliv peněz na ekonomiku se prosazuje celou řadou způsobů a s rozdílným časovým průběhem. Pokud bychom rozdíly v názorech různých ekonomických škol a směrů myšlení měli maximálně zjednodušit, jedná se o to, zda peníze a změny v peněžní zásobě ovlivňují v první řadě úrokové sazby, nebo úroveň cenové hladiny a inflaci. Určité zjednodušení je tedy ve schématu: peníze ovlivňují reálné veličiny (prostřednictvím úrokových sazeb ovlivňují hrubý domácí produkt a zaměstnanost) nebo peníze ovlivňují nominální veličiny (cenovou hladinu a inflaci).

### **4.5.1 KVANTITATIVNÍ TEORIE PENĚŽ**

Kvantitativní teorie peněz je konceptem vycházejícím z neoklasické ekonomie. Byla rozpracována zejména na konci 19. a začátku 20. století s cílem vysvětlit a dokázat, že cenová hladina v ekonomice je určena peněžní zásobou. Největší pozornosti se dostalo dvěma variantám kvantitativní teorie peněz, a to transakční verzi a cambridgeské verzi.

### TRANSAKČNÍ VARIANTA KVANTITATIVNÍ TEORIE PENĚŽ

Transakční varianta kvantitativní teorie peněz byla vypracována americkým ekonomem Irvingem Fisherem, který ji postavil na základech publikovaných v pracích Simona Newcomba. Vychází z analýzy směny a směnných transakcí. Ve středu teorie je rovnice směny, v níž jsou transakce vyjádřeny jednak jako přesun peněz (součin množství peněz v oběhu  $M$  a transakční rychlosti oběhu peněz  $V$ ), jednak jako přesun zboží (součin počtu transakcí  $T$  a průměrné ceny jedné transakce  $P$ ). Protože celková hodnota prodaných statků se musí rovnat celkové hodnotě nakoupených (a zaplacených) statků, musí platit:

$$M * V \equiv P * T \quad (4.3)$$

Následně jsou učiněny předpoklady o tom, že v krátkém období jsou jak transakční rychlost oběhu peněz, tak objem vyprodukovaných (a tedy směňovaných) statků neměnné (konstantní). Rovnice 3.3 tedy nabývá podoby:

$$M * V_{konst} \equiv P * T_{konst} \quad (4.4)$$

Množství peněz v oběhu považuje I. Fisher za exogenní veličinu a předpokládá, že změna množství v oběhu neovlivní ani  $V_{konst}$ , ani  $T_{konst}$ . Rovnice (4.3) tedy zachycuje vztah mezi  $M$  a  $P$ , který I. Fisher zdůvodňuje v duchu kvantitativní teorie peněz jako kauzální závislost mezi nezávisle proměnou  $M$  a závisle proměnnou  $P$ . Jinými slovy se jedná o důkaz, že změny v peněžní zásobě se přímo úměrně projeví v cenové hladině. Pokud dojde k růstu peněžní zásoby, lze očekávat růst cenové hladiny a vice versa. Své závěry I. Fisher dokumentoval také množstvím empirického a faktografického materiálu, takže transakční verze kvantitativní teorie peněz byla později jinými směry ekonomické teorie mnohem obtížněji napadnutelná, než řada dřívějších variant kvantitativní teorie peněz.

### CAMBRIDGESKÁ VARIANTA KVANTITATIVNÍ TEORIE PENĚŽ

Cambridgeská varianta kvantitativní teorie peněz byla zpracována anglickým ekonomem Alfredem Marshalllem. Vysvětlení vlivu množství peněz v oběhu na cenovou hladinu je v této verzi založeno na analýze hotovostních zůstatků držných ekonomickými subjekty. Protože držba hotovosti přináší ekonomickým subjektům užitek v podobě likvidity, ponechávají si část obdrženého důchodu jako peněžní hotovost (hotovostní zůstatek). Označíme-li podíl peněžních zůstatků na nominálním důchodu jako  $k$ , můžeme tuto verzi kvantitativní teorie zapsat v podobě:

$$M = k * P * Y \quad (4.5)$$

Velikost koeficientu  $k$ , který je označován také jako koeficient likvidity nebo Marshallův koeficient, představuje reciprokou hodnotou důchodové rychlosti oběhu peněz  $V_Y$ :

$$k = 1 / V_Y \quad (4.6)$$

Z těchto důvodů věnoval A. Marshall velkou pozornost rychlosti oběhu peněz a faktorům, které působí na rozhodnutí ekonomických subjektů o tom, jak velký podíl důchodu budou držet ve formě hotovostních zůstatků. I když závisí na celé řadě faktorů, je podle cambridgeských ekonomů v konečném důsledku závislé na velikosti důchodu. Přestože z krátkodobého hlediska může  $k$  a tedy i rychlost oběhu peněz vykazovat výrazné změny, z dlouhodobého hlediska má být stabilní.

Ačkoliv mezi oběma variantami kvantitativní teorie peněz existují rozdíly, obě se snaží objasnit kauzální závislost mezi množstvím peněz v oběhu a cenovou hladinou. Jak je patrné z rovnicového zápisu obou variant, velká pozornost je věnována rychlosti oběhu peněz. Obě verze zároveň předpokládají, že rychlost oběhu peněz je konstantní. Vysvětlují to zvyklostmi a preferencemi ekonomických subjektů v používání hotovosti nebo pomalými technickými a institucionálními změnami v peněžním oběhu. Tento předpoklad je ale z dnešního pohledu velmi silný a neodpovídá realitě. Mnoho výzkumných prací dokázalo, že rychlost oběhu peněz se mění, a to především v závislosti na vývoji hospodářského cyklu, na změnách makroekonomických, ale i peněžně úvěrových podmínek.

## **MONETARISMUS**

Zakladatelem a nejvýznamnějším představitelem monetarismu byl americký ekonom Milton Friedman. Z hlediska vlivu peněžní zásoby na ekonomiku vychází zejména z cambridgeské varianty kvantitativní teorie peněz, nicméně ji zásadně přepracovává.

M. Friedman svou teorii rozvíjí jako teorii poptávky po penězích, zasazuje ji do rámce teorie volby portfolia. Stejně jako v celé své ekonomické koncepci důsledně rozlišuje nominální a reálné veličiny a současně bere v úvahu očekávání, resp. rozlišuje krátkodobé a dlouhodobé důsledky změn reálných a nominálních veličin.

M. Friedman pokládá za stěžejní celkové bohatství, které se podle něj skládá z lidského kapitálu, reálných aktiv a finančních aktiv, kde rozlišuje peníze, dluhopisy a akcie. Při daném objemu celkového bohatství závisí velikost poptávky po penězích na struktuře bohatství neboli podílu jednotlivých složek. Z monetaristického pohledu má poptávka po penězích stabilní charakter.

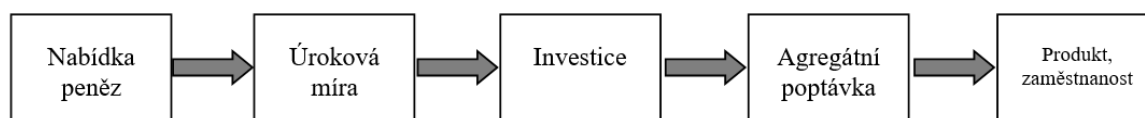
Nabídka peněz je v monetarismu exogenní veličinou ekonomického systému a množství peněz v oběhu je určováno a kontrolováno centrální bankou. Nabídka peněz je podle monetaristů mimořádně významnou veličinou z hlediska stability ekonomiky a působení na nominální a reálné ekonomické veličiny. Pokud je centrální bankou zajištěna v ekonomice rovnost mezi nabídkou peněz a poptávkou po penězích, jsou peníze ve vztahu k procesům probíhajícím v reálném sektoru ekonomiky neutrální. V případě, že se centrální banka nebude snažit o vyrovnaní nabídky peněz s poptávkou, vznikne v ekonomice disproporce mezi peněžním a reálným sektorem. Procesy vyvolané nesouladem nabídky peněz a poptávky po penězích či změnami nabídky peněz mohou v krátkém období vést k změnám reálných veličin, v dlouhém období se ale změny v nabídce peněz projeví pouze v nominálních veličinách, změnou v cenové hladině.

Na základě rozsáhlého empirického výzkumu vzájemné vazby mezi peněžní zásobou a cenovou hladinou vyvodili monetaristé i jednoduché základní pravidlo, kterým by se měla řídit měnová politika. Toto zlaté pravidlo měnové politiky říká, že centrální banka by měla zvyšovat každoročně množství peněz v oběhu o 3 – 5 %. Toto tempo růstu nabídky peněz má být dlouhodobě stabilní a v zásadě má odpovídat stabilnímu tempu růstu poptávky po penězích určenému vývojem permanentního důchodu. Uvedené tempo růstu nabídky peněz musí být podle monetaristů udržováno nezávisle na fázi hospodářského cyklu, či na změně jakýchkoliv podmínek v reálném sektoru ekonomiky.

#### 4.5.2 KEYNESOVA PENĚŽNÍ TEORIE

Peněžní teorie anglického ekonoma Johna Maynarda Keynesese je součástí jeho celkové makroekonomické teorie, v níž je základním cílem hospodářské politiky dosáhnout růstu reálného produktu a zaměstnanosti. Za tímto účelem se využívá celá řada nástrojů aktivního ovlivňování ekonomických procesů ze strany vlády. Přestože měnová politika a ovlivňování peněžní nabídky není v keynesiánské koncepci rozhodující, lze ji využít ke stimuluování celkové poptávky a tím i podpořit dosažení hlavního cíle. Měnová politika k tomu může přispět regulací peněžního oběhu, která zajistí nízkou úrokovou míru a nízké úrokové míry bude prostřednictvím politiky levných peněz dále dlouhodobě udržovat. Právě v keynesiánské teorii změny v nabídce peněz ovlivňují v první řadě změny úrokových sazeb a následně také změny dalších veličin reálného sektoru ekonomiky. Dopady na peněžní stránku a cenovou hladinu nejsou významné.

Na obrázku 3-2 si můžeme ilustrovat dopad expanzivní měnové politiky neboli zvýšení nabídky peněz centrální bankou. Větší objem peněžní zásoby způsobí pokles úrokové míry a zvýší tak dostupnost úvěrů pro ekonomické subjekty. Úvěry budou vynaloženy na investice, takže vzroste jejich objem, čímž dojde ke zvýšení agregátní poptávky v ekonomice a to přispěje k dosažení hlavního cíle, zvýší se reálný produkt i zaměstnanost. Růst cenové hladiny, ke kterému může v této souvislosti dojít, je akceptován jako cena, kterou je nutno zaplatit za zvýšení ekonomické aktivity.



**Obrázek 4-2: Keynesiánský transmisní úrokový mechanismus**

Zdroj: vlastní zpracování

Klíčovým místem keynesiánského mechanismu ovlivnění reálné ekonomiky prostřednictvím měnové politiky je spojení úroková míra → objem investic, kterým se vazby z peněžního sektoru ekonomiky, resp. z oblasti bankovní přenášejí do reálné ekonomiky. Byla však prokázána pouze velice slabá závislost mezi úrokovými sazbami a objemem investic, řada výzkumů přitom takovou souvislost dokonce vůbec neprokázala. Důvody pro nefunkčnost této vazby jsou například samofinancování investičních projektů, očekávání

ekonomických subjektů o budoucím hospodářském vývoji nebo zpoždění měnové politiky a transmisního mechanismu.



### SAMOSTATNÝ ÚKOL

V databázi České národní banky si vyhledejte časové řady o jednotlivých složkách peněžní zásoby v Česku. Vypočítejte si meziroční změny za posledních pět let a uvedený vývoj se pokuste zdůvodnit a okomentovat.



### OTÁZKY

1. Jaké jsou hlavní funkce peněz?
2. Která komodita se ukázala jako nejvhodnější pro peněžní využití?
3. Proč se současným penězům říká neplnohodnotné peníze?
4. Čím jsou charakteristické kryptoměny?
5. Co znamená peněžní zásoba a jak se měří?
6. Jaké základní varianty kvantitativní teorie peněz rozlišujeme?



### SHRNUTÍ KAPITOLY

Jak již bylo uvedeno i v předchozích kapitolách, peníze jsou pro správné fungování ekonomiky nesmírně důležité. Jejich význam se zrcadlí ve třech základních funkcích, které plní. Jedná se o funkci prostředku směny, účetní jednotky a uchovatele hodnot. Z mnoha hledisek je jednoznačné, že peněžní ekonomika funguje efektivněji než ekonomický systém bez peněz. Stejně jako se měnila a vyvíjela ekonomika nebo podoba ekonomických transakcí, proměňovala se v čase i podoba peněz. Od komoditních peněz, kdy jako peníze sloužily určité statky nebo zboží, se vývoj posunul k využití drahých kovů, zejména pak zlata a stříbra. Následně se do oběhu začaly dostávat papírové peníze, které v první fázi byly plnohodnotně kryty drahými kovy, ale postupně se krytí snižovalo, až se zcela vytratilo a moderní ekonomiky využívají neplnohodnotné peníze. S rozvojem informačních technologií se stále více používají jak elektronické způsoby placení, tak i přímo elektronické peníze případně kryptoměny.

Důležitou ekonomickou veličinou, která má vliv na vývoj dalších proměnných, je množství peněz v oběhu neboli peněžní zásoba. Vzhledem k různým formám peněz, které se



odlišují stupněm likvidity, se peněžní zásoba vymezuje prostřednictvím peněžních agregátů M1 – M3. Úzkou vazbu na peněžní zásobu vykazuje měnová báze složená s oběživa a bankovních rezerv uložených u centrální banky. Právě prostřednictvím změn měnové báze a působení peněžního multiplikátoru se centrální banka snaží ovlivňovat množství peněz v oběhu. Kromě centrální banky ale utváření nabídky peněz v ekonomice zabezpečují komerční banky. Prostřednictvím multiplikace depozit, kde klíčovou roli hraje depozitně-úvěrová činnost bank a významně ji ovlivňuje i míra povinných minimálních rezerv, se z jednoho původního vkladu do banky může vytvořit mnohonásobně větší objem peněz v oběhu.

Význam a vliv peněz na ekonomiku byl zkoumán i různými ekonomickými školami. Vzniklo tak několik ekonomických teorií, které se v pohledu na vliv peněz v ekonomice zásadně odlišují. Rozdíly jsou patrné zejména při zkoumání okamžitých, krátkodobých či dlouhodobých efektů. Při maximálním zjednodušení se zastánci jednotlivých peněžních teorií prou o to, zda peníze a změny v peněžní zásobě ovlivňují v první řadě úrokové sazby, nebo úroveň cenové hladiny a inflaci. Zatímco první skupinu teorií zastupuje především Keynesova peněžní teorie, k nejvýznamnějším teoriím druhého směru patří kvantitativní teorie peněz a monetarismus.

---

## ODPOVĚDI



1. Peníze plní funkci prostředku směny (platby), účetní jednotky a uchovatele hodnot.
  2. Finálním stadiem komoditních peněz byly drahé kovy, které parametry komoditních peněz splňovaly nejlépe.
  3. Neplnohodnotné peníze jsou proto, že již nejsou kryty zlatem ani jinými aktivy a nelze je za taková aktiva automaticky vyměňovat.
  4. Kryptoměna funguje na základě kryptografie v rámci níž, dochází k řetězení digitálních podpisů jednotlivých převodů, peer-to-peer sítě a decentralizace. Jejich existence není právně podchycena a schází legislativní úprava.
  5. Peněžní zásoba je množství peněz v dané ekonomice k určitému časovému okamžiku. Její velikost je sledována prostřednictvím peněžních agregátů, jejichž měření zajišťuje zpravidla centrální banka.
  6. V základním členění rozlišujeme cambridgeskou a transakční variantu. Z kvantitativní teorie peněz vychází i monetarismus.
-

## 5 MĚNOVÁ POLITIKA A CENTRÁLNÍ BANKA



### RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY

Klíčovou institucí v každém finančním systému je centrální banka. Její význam a důležitost spočívá zejména ve skutečnosti, že jako jediná určuje a vykonává měnovou politiku. Právě tomu je věnována čtvrtá kapitola. Nejprve bude měnová politika definována a bude diskutováno i stanovení hlavního cíle měnové politiky, to vše na příkladu transmisního mechanismu měnové politiky. Centrální bankou v naší zemi je Česká národní banka, která bude představena z organizačního i funkčního hlediska. Hlavní pozornost bude věnována bankovní radě ČNB. Samotný výkon měnové politiky je spojen s využíváním nástrojů měnové politiky. Podrobně proto budou probrány všechny nástroje, které ČNB má k dispozici. V další části kapitoly budou vysvětleny možné režimy měnové politiky a důraz bude kladen zejména na cílování inflace, které v současnosti představuje nejrozšířenější režim měnové politiky na světě. I zde bude praktické fungování cílování inflace demonstrováno zejména na příkladu ČNB a české ekonomiky.



### CÍLE KAPITOLY

- Definovat měnovou politiku a její pozici v celkové hospodářské politice státu.
- Vysvětlit hlavní cíl měnové politiky.
- Pochopit transmisní mechanismus měnové politiky.
- Demonstrovat na konkrétních příkladech uplatňování restriktivní a expanzivní měnové politiky.
- Vymežit působnost České národní banky.
- Popsat strukturu, funkce a činnost bankovní rady ČNB.
- Naučit se nástroje měnové politiky a pochopit jejich využití v praxi.
- Vysvětlit fungování repo operací v současném nastavení.
- Srovnat režimy měnové politiky.
- Definovat režim cílování inflace a vysvětlit jeho hlavní výhody a nevýhody oproti dalším režimům měnové politiky.
- Popsat aplikaci režimu cílování inflace v podání ČNB.
- Ukázat a objasnit hlavní změny, ke kterým v cílování inflace v Česku došlo od jeho zavedení.
- Komentovat vývoj inflace v Česku v posledních pěti letech.

**KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY**

Měnová politika, centrální banka, cíl měnové politiky, cenová stabilita, transmisní mechanismus, restriktivní měnová politika, expanzivní měnová politika, Česká národní banka, bankovní rada, guvernér, viceguvernér, nezávislost ČNB, nástroje měnové politiky, úrokové sazby centrální banky, repo sazba, diskontní sazba, lombardní sazba, operace na volném trhu, automatické facility, povinné minimální rezervy, veřejná prohlášení centrální banky, intervence na devizovém trhu, režimy měnové politiky, strategie s implicitní nominální kotvou, řízení peněžní zásoby, řízení devizového kurzu, cílování inflace, inflační cíl, index spotřebitelských cen, inflace.

Začátek 21. století byl charakteristický velice nízkými úrokovými sazbami u všech klíčových světových měn. Jedním z faktorů, které k nízkým sazbám přispěly, byla bezpochyby měnová politika. Měnovou politiku můžeme charakterizovat jako systém procesů, v rámci nichž se měnová autorita snaží s využitím svých nástrojů o dosažení předem definovaných cílů. Měnovou autoritou zodpovědnou za provádění měnové politiky je ve většině zemí centrální banka, jejíž činnost je upravena příslušnými zákony a dalšími legislativními předpisy. Měnová politika je zpravidla stanovována a realizována na národní úrovni a je významnou součástí celkové hospodářské politiky země. Výjimkou je jednotná měnová politika v rámci eurozóny, kterou vytváří nadnárodní Evropská centrální banka pro všechny členské země (v polovině roku 2019 to bylo 19 zemí).

## 5.1 Vymezení a cíl měnové politiky

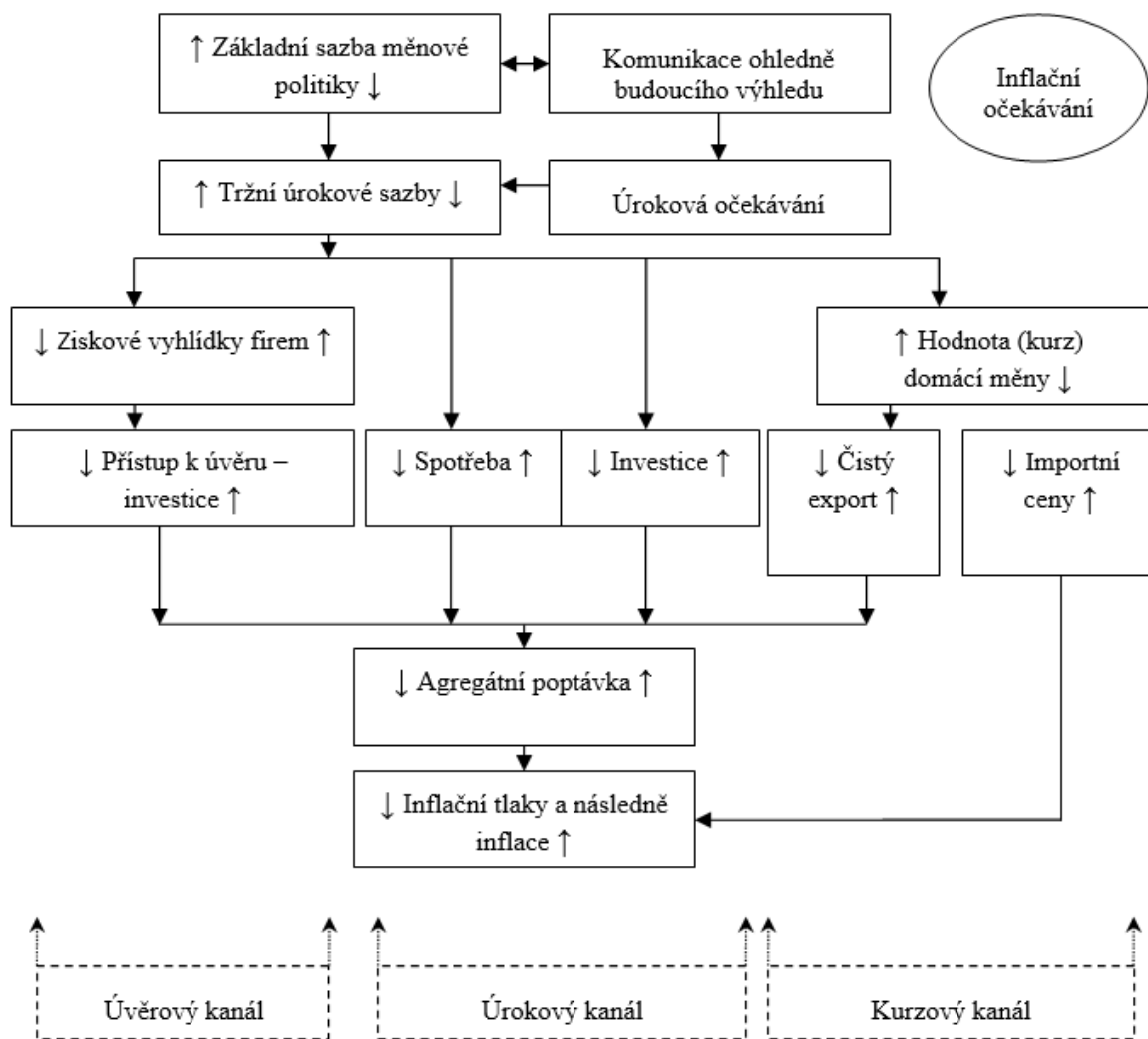
Výše uvedenou definici měnové politiky lze upřesnit jak na straně procesů a nástrojů, tak na straně cílů. V konkrétnější rovině můžeme měnovou politiku definovat jako využívání měnověpolitických nástrojů centrální banky v rámci určitého měnověpolitického režimu za účelem ovlivnit měnové podmínky (úrokové sazby, měnový kurs, množství peněz v ekonomice, objem úvěrů poskytovaných bankami). Centrální banka tedy pomocí svých nástrojů ovlivňuje přímo pouze jednotlivé složky měnových podmínek, které jsou mezi sebou vzájemně závislé. Ty by měly následně ovlivňovat ekonomiku směrem, který by měl odpovídat stanoveným cílům. Na to, jak se změny měnových podmínek promítnou v ekonomice, však již centrální banka nemá přímý vliv.

Konečný cíl měnové politiky se v průběhu času vyvíjel a měnil. V 80. letech minulého století se nicméně ve většině zemí ustálil a dominujícím hlavním cílem měnové politiky se stala cenová stabilita v podobě nízké inflace. Tato dominance se ještě prohloubila v 90. letech a přinesla s sebou i určité změny ve strategii měnové politiky. Cenovou stabilitu můžeme chápat jako stav, kdy je inflace v ekonomice natolik nízká, že jí ekonomické subjekty v zásadě ignorují a neberou v úvahu při svém rozhodování. Z praktických důvodů je za cenovou stabilitu běžně považována nízká nenulová inflace, zhruba kolem 2 %.

Dosahování cenové stability je možno chápat jako primární cíl, sekundárním cílem je pak stabilita reálné ekonomiky, tj. zejména omezení cyklického kolísání ekonomiky ve snaze podpořit stabilní hospodářský růst. Tím není míněna eliminace výkyvů v ekonomické aktivitě, ale pouze zmírňování těchto výkyvů, resp. zabránění vzniku dramatických výkyvů. Cenová stabilita a stabilita reálné ekonomiky nejsou v zásadě vzájemně rozpornými cíli. Naopak, nízká a stabilní inflace vytváří vhodné podmínky pro relativně stabilní vývoj reálné ekonomiky. Za určitých okolností nicméně může vzniknout mezi oběma konečnými cíli určitý konflikt a úkolem centrálních bank je pak logicky primárním cílem udržet cenovou stabilitu a přitom minimalizovat rizika nestability reálné ekonomiky.

Úspěšnost měnové politiky a v zásadě celé její fungování je pevně spjata s transmisním mechanismem měnové politiky. Transmisní mechanismus si lze představit jako propojený řetězec ekonomických vazeb, prostřednictvím něhož se aktivity centrální banky a používání nástrojů měnové politiky promítá do vývoje makroekonomických proměnných. Prvním článkem řetězce jsou tedy nástroje měnové politiky a jejich změny, které se projeví ve změnách zprostředkujících cílů, respektive ovlivní vývoj zprostředkujících trhů. Přes další skupinu zprostředkujících cílů a trhů se efekt změn měnověpolitických nástrojů dostane k cílovým trhům a konečnému cíli, který chce centrální banka ovlivnit. Klíčovou úlohu v transmisních mechanismech mají reakce komerčních bank na změny nástrojů měnové politiky. Schematicky je transmisní mechanismus popsán v Obrázku 4-1.

V transmisním mechanismu rozlišujeme tři kanály, kterými se změny nástrojů měnové politiky projevují v konečném cíli. Jedná se o úvěrový, úrokový a kurzový kanál, které působí paralelně. Fungování transmisního mechanismu si ukážeme na modelovém příkladu. Centrální banka se rozhodne zvýšit základní měnověpolitickou úrokovou sazbu, nebo alespoň vnější komunikací naznačí, že o zvýšení sazby uvažuje, což zapůsobí na růst tržních úrokových sazeb na mezibankovním peněžním trhu. Komerční banky na to zareagují zvýšením úrokových sazeb na poskytnuté úvěry. Výsledkem všeobecného růstu úrokových sazeb je pokles úvěrové dynamiky a oslabení investiční aktivity i spotřeby domácností, což negativně ovlivní agregátní poptávku. Růst úrokových sazeb může dále přispět k posílení domácí měny, což znevýhodňuje export a zvýhodňuje import, jelikož zahraniční zboží se stává cenově konkurenceschopnější. Klesá čistý export, což je složka agregátních výdajů a klesá tak i agregátní poptávka. V souhrnu pak klesají tlaky na růst cenové hladiny a klesá i míra inflace v ekonomice. Pokud by na počátku řetězce bylo snížení základní úrokové sazby centrální banky, dílčí a konečné efekty takové změny by byly přesně opačné než v předešlém případě.



**Obrázek 5-1: Transmisní mechanismus měnové politiky a jeho kanály**

Zdroj: vlastní zpracování na základě Polouček a kol. (2006, s. 79)

### TYPY MĚNOVÉ POLITIKY

Podle směru nastavení nástrojů měnové politiky rozlišujeme měnovou politiku expanzivní a restriktivní. Expanzivní měnová politika se obvykle používá v době, kdy není ohrožena cenová stabilita, jakožto primární cíl měnové politiky. Centrální banka se tak může zaměřit i na podporu ekonomického růstu. Expanzivní měnová politika je proto spojena s poklesem úrokových sazeb, zvýšením množství peněz v oběhu, snížením povinných minimálních rezerv případně intervencemi na devizovém trhu vedoucími i oslabení hodnoty domácí měny. Takové změny v nastavení nástrojů měnové politiky se přes transmisní mechanismus promítnou do růstu agregátní poptávky a měly by podpořit ekonomický růst a zaměstnanost.

Restriktivní měnová politika se naopak aplikuje v situaci, kdy se ekonomika nachází v podmínkách vysoké inflace, jež negativně ovlivňuje její fungování. Centrální banka proto

nastaví a využívá své nástroje tak, aby dosáhla svého hlavního cíle a zajistila cenovou stabilitu. Dochází tak ke zvýšení úrokových sazeb, stahování peněz z oběhu, zvyšování povinných minimálních rezerv, případně k intervencím usilujícím o posílení domácí měny. Veškeré kanály měnové transmise tak budou působit na snížení inflačních tlaků.

V ekonomické praxi existují ještě další kanály transmise, kterými měnová politika může působit na agregátní poptávku, což ovlivní nejen inflaci, ale také reálný důchod a zaměstnanost. Prvním je efekt reálných peněžních zůstatků, což je přímý efekt změny reálné peněžní zásoby na množství poptávaného reálného důchodu. Při nepředvídaném růstu peněžní zásoby ekonomické subjekty zjišťují, že drží větší než optimální množství peněz. Přebytku peněz se chtějí zbavit, a proto je směňují za jiná aktiva včetně různého zboží a služeb. Roste objem spotřeby i investic a zvyšuje se agregátní poptávka v ekonomice. Druhým je efekt bohatství, který zachycuje efekt změny reálného bohatství na zamýšlené agregátní výdaje. Pokles úrokových sazeb a růst množství peněz v oběhu vedou k růstu cen finančních aktiv jako akcií nebo dluhopisů. Majitelům finančních aktiv tak roste bohatství, neboť svá finanční aktiva mohou prodat za vyšší ceny. Někteří lidé pak skutečně finanční aktiva nebo jejich část prodají a získané finanční prostředky utratí za spotřební výdaje. Zároveň může být spotřeba financována úvěry, neboť lidé se domnívají, že při větším bohatství je zadlužování méně rizikové. Růst spotřeby samozřejmě podporuje růst agregátní poptávky.

## **5.2 Česká národní banka**








V Česku je centrální bankou zodpovědnou za měnovou politiku Česká národní banka (ČNB). Je zřízena Ústavou České republiky a svou činnost vyvíjí v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance a dalšími právními předpisy. V souladu s teoretickými předpoklady i současnou praxí v centrálním bankovníctví je hlavním cílem činnosti ČNB péče o cenovou stabilitu. Dosažení a udržení cenové stability, tj. nízkoinflačního prostředí v ekonomice, je trvalým příspěvkem centrální banky k vytváření podmínek pro udržitelný hospodářský růst.

V souladu se svým hlavním cílem ČNB určuje měnovou politiku, vydává bankovky a mince, řídí peněžní oběh, platební styk a zúčtování bank, vykonává dohled nad bankovním sektorem, kapitálovým trhem, pojišťovnictvím, penzijním připojištěním, družstevními záložnami, institucemi elektronických peněz a devizový dohled. Jako ústřední banka poskytuje ČNB bankovní služby pro stát a veřejný sektor. Vede účty organizacím napojeným na státní rozpočet, kterými jsou: finanční a celní úřady, Česká správa sociálního zabezpečení, úřady práce, příspěvkové organizace, státní fondy, účty napojené na rozpočet Evropských společenství apod. Na základě pověření Ministerstva financí provádí operace spojené se státními cennými papíry. Sídlo ústředí ČNB je v Praze.

## BANKOVNÍ RADA ČNB

Nejvyšším řídicím orgánem ČNB je bankovní rada ČNB. Bankovní rada určuje měnovou politiku a nástroje pro její uskutečňování a rozhoduje o zásadních měnově politických opatřeních ČNB a opatřeních v oblasti dohledu nad finančním trhem. Bankovní rada řídí organizační útvary ústředí a mimopražská pracoviště od 1. ledna 2002 jako kolektivní orgán. Ředitelé sekcí a samostatných odborů v rámci posílených pravomocí odpovídají bankovní radě za řízení po horizontální ose a zajišťování jim svěřených agend v souladu se střednědobými koncepcemi přijatými bankovní radou pro jednotlivé oblasti činnosti centrální banky. Tento způsob řízení umožňuje členům bankovní rady ČNB věnovat větší prostor rozhodování v oblasti měnové politiky, tedy přímému naplňování zákonem stanoveného cíle ČNB a dalším otázkám koncepčního a strategického charakteru.

Bankovní rada je sedmičlenná a skládá se z guvernéra, který stojí v čele ČNB, dvou viceguvernéřů a čtyř členů bankovní rady. Guvernéra, viceguvernéry a ostatní členy bankovní rady jmenuje a odvolává prezident republiky. Členové bankovní rady jsou jmenováni na dobu 6 roků a nikdo nesmí zastávat funkci člena bankovní rady více než dvakrát. S členstvím v bankovní radě je neslučitelná funkce poslance zákonodárního sboru, člena vlády a členství v řídicích, dozorčích a kontrolních orgánech jiných bank a podnikatelských subjektů a výkon samostatné výdělečné činnosti, s výjimkou činnosti vědecké, literární, publicistické, umělecké a pedagogické a s výjimkou správy vlastního majetku. Členství v bankovní radě je dále neslučitelné s jakoukoliv činností, která může způsobit střet zájmů mezi prováděním této činnosti a členstvím v bankovní radě. Složení bankovní rady k 19. 4. 2019 společně s organizační strukturou sekcí a samostatných odborů ČNB je uvedeno v Obrázku 5-2.

 <b>Jiří Rusnok</b> Guvernéř	 <b>Marek Mora</b> Viceguvernéř	 <b>Tomáš Nidetzký</b> Viceguvernéř	 <b>Vojtěch Benda</b> Člen bankovní rady	 <b>Oldřich Dědek</b> Člen bankovní rady	 <b>Tomáš Holub</b> Člen bankovní rady	 <b>Aleš Michl</b> Člen bankovní rady
<b>110</b> <a href="#">Sekce kancelář</a> Jana Báčová, ředitelka  <b>130</b> <a href="#">Samostatný odbor interního auditu</a> Josef Medek, ředitel	<b>420</b> <a href="#">Sekce správní</a> Zdeněk Virilus, ředitel  <b>560</b> <a href="#">Sekce regulace a mezinárodní spolupráce</a> Vojtěch Belling, ředitel  <b>190</b> <a href="#">Samostatný odbor restrukturalizace</a> Radek Urban, ředitel	<b>180</b> <a href="#">Sekce finanční stability</a> Jan Frait, ředitel  <b>580</b> <a href="#">Sekce dohledu nad finančním trhem</a> Zuzana Silberová, ředitelka  <b>650</b> <a href="#">Sekce dohledu nad finančním trhem II</a> Ladislav Kročák, ředitel	<b>330</b> <a href="#">Sekce peněžní</a> Josef Ducháček, ředitel  <b>410</b> <a href="#">Sekce měnová</a> Petr Král, ředitel	<b>220</b> <a href="#">Sekce rozpočtu a účetnictví</a> Marian Mayer, ředitel  <b>620</b> <a href="#">Sekce řízení rizik a podpory obchodů</a> Jan Schmidt, ředitel	<b>570</b> <a href="#">Sekce licenčních a sankčních řízení</a> Karel Gabrhel, ředitel  <b>610</b> <a href="#">Sekce bankovních obchodů</a> Karel Bauer, ředitel	<b>390</b> <a href="#">Sekce statistiky a datové podpory</a> Vlastimil Vojáček, ředitel  <b>720</b> <a href="#">Sekce informatiky</a> Milan Zirnšák, ředitel

**Obrázek 5-2: Složení bankovní rady ČNB ke dni 19. 4. 2019**

Zdroj: Webová stránka ČNB [online]. Dostupné z <https://www.cnb.cz/pdflink/cs/30467ced-3f50-11e9-8587-5254004e4603/System-řízení-a-organizační-struktura-CNB.pdf>, [vid. 19. 4. 2019].



Bankovní rada zasedá osmkrát do roka, začátkem měsíců únor, květen, srpen a listopad a koncem měsíců březen, červen, září a prosinec. Bankovní rada je vybavena Situační zprávou, která je bankovní radě předložena Sekcí měnovou a statistiky vždy s předstihem několika dní. Bankovní rada má dále k dispozici Měnověpolitické doporučení Sekce měnové a statistiky a stanovisko jednoho ze svých poradců k Situační zprávě. Po prezentaci těchto dokumentů a diskusi probíhá na uzavřeném jednání hlasování o měnověpolitickém opatření. Toto hlasování nemusí být vždy jednotné a konečné rozhodnutí se může lišit jak od vyznění aktuální prognózy, tak i od měnověpolitického doporučení Sekce měnové a statistiky. Odhlasované opatření je neprodleně zveřejněno formou tiskové zprávy a vysvětleno a komentováno na odpolední tiskové konferenci, na které je též zveřejněn poměr hlasování. Se zhruba hodinovým odstupem po tiskové konferenci je zveřejňován na internetových stránkách ČNB také zvukový záznam a video záznam z tiskové konference. Písemný záznam jednání odrážející diskusi členů bankovní rady je zveřejněn obvykle s odstupem 8 dnů. Tento záznam také uvádí jmenovité hlasování členů bankovní rady o změně úrokových sazeb.



## **PŘÍPADOVÁ STUDIE**

### **ZÁZNAM Z JEDNÁNÍ BANKOVNÍ RADY ČNB DNE 28. BŘEZNA 2019**

Přítomni: Jiří Rusnok, Marek Mora, Tomáš Nidetzký, Vojtěch Benda, Oldřich Dědek, Tomáš Holub, Aleš Michl.

Jednání bankovní rady bylo zahájeno prezentací druhé situační zprávy, která vyhodnotila nově dostupné informace a jejich vliv na naplňování makroekonomické prognózy z první situační zprávy. Domácí inflace se v průběhu prvního čtvrtletí dostala do horní poloviny tolerančního pásma dvouprocentního cíle. Její nárůst byl ve srovnání s prognózou výraznější. Oproti predikci byla vyšší zejména jádrová inflace, rychlejší byl i meziroční růst cen potravin a regulovaných cen.

Růst české ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku lehce zrychlil, zatímco prognóza očekávala jeho nepatrné zpomalení. Odchylka byla zapříčiněna především výraznějším než očekávaným růstem vývozu zboží a služeb, rychleji rostla také spotřeba vlády. Za očekáváním naopak zaostala spotřeba domácností, jejíž růst koncem roku znatelně zvolnil. Zaměstnanost se dále zvyšovala; pokles míry nezaměstnanosti se v souladu s prognózou již téměř zastavil. Nedostatek volné pracovní síly při přetrvávající vysoké poptávce po práci vedl k dalšímu nárůstu počtu volných pracovních míst. Růst celkových mezd ve čtvrtém čtvrtletí naproti tomu zpomalil a byl oproti prognóze nižší především v netržních, ale i v tržních odvětvích.

V diskusi navazující na prezentaci situační zprávy vyhodnotila většina bankovní rady rizika stávající prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako zhruba vyrovnaná. S touto prognózou je přitom konzistentní přibližná stabilita úrokových sazeb. Protiinflačním



rizikem stávající prognózy je dle většiny bankovní rady rychlejší odeznívání domácích inflačních tlaků, jak naznačuje slabší růst mezd i spotřeby domácností v závěru loňského roku. Ve stejném směru působí i případné výraznější cyklické zpomalení globální ekonomiky. Proinflačním rizikem je naopak možnost mírnějšího posilování měnového kurzu v následujících čtvrtletích oproti prognóze. Nejistotami zůstávají možnost neřízeného brexitu a nárůst protekcionistických opatření ve světovém obchodě. Někteří členové bankovní rady vnímali rizika prognózy jako spíše proinflační, když kladli větší důraz na riziko slabší koruny oproti prognóze.

Část jednání byla věnována měnovému kurzu. Členové bankovní rady se shodovali, že nejistota ohledně vývoje kurzu koruny je nadále vysoká. Zaznělo několik argumentů, proč by měna mohla v následujících čtvrtletích posilovat pozvolněji, než očekává prognóza. Jedním z nich je přetrvávající nepříznivý globální sentiment, který se projevuje omezeným zájmem investorů o riziková aktiva, mezi něž jsou řazeny i měny středoevropského regionu. Investiční pozice v české koruně, existující v masivní míře již z dob kurzového závazku, tak v současných podmínkách dále nerostou, a to ani přes existenci kladného úrokového diferenciálu vůči euru. Zazněl také názor, že dochází k postupné proměně růstového modelu české ekonomiky. Oproti minulosti k hospodářskému růstu nyní větší měrou přispívá domácí spotřeba na úkor čistého vývozu, což má důsledky v podobě nižší poptávky po české měně z reálné ekonomiky. Ve stejném směru působí i vyšší míra přirozeného kurzového zajišťování českých vývozců. Opakovaně vedle toho zazníval názor, že kurz v posledních měsících stále více funguje i jako stabilizátor malé otevřené ekonomiky, který tlumí protiinflační dopady zpomalování zahraniční poptávky. V případě výraznějšího zhoršení globálního ekonomického výhledu by tato funkce měnového kurzu mohla hrát v následujících čtvrtletích výraznější roli. Více než dosud tak platí, že není možné vyvozovat závěry pro budoucí vývoj úrokových sazeb pouze na základě naplňování prognózy kurzu.

V debatě hodnotící vývoj domácí ekonomiky panovala shoda, že prostor pro další zvyšování úrokových sazeb zůstává. Domácí inflační tlaky, plynoucí z nadále svižné dynamiky mezd a pokračujícího ekonomického růstu, jsou stále výrazné, byť mohou odeznívat o něco rychleji, než naznačuje stávající prognóza. Nezaměstnanost je rekordně nízká a nedostatek pracovní síly nadále přispívá k napětí na trhu práce. Vliv vyšší pozorované inflace na aktuální rozhodování bankovní rady sice nelze vzhledem ke vzdálenosti horizontu měnové politiky přeceňovat, je však třeba zohlednit možnou perzistenci ve vývoji inflace. V tomto ohledu bylo připomenuto, že odchylka od prognózy byla dána především zrychlením jádrové inflace. Na druhou stranu zaznělo, že potvrdí-li se náznaky nárůstu míry úspor, bude se naléhavost potřeby zvyšování úrokových sazeb spíše zmírňovat. V této souvislosti byl také zmíněn pozorovaný útlum v oblasti hypoték, k němuž přispělo předzásobení trhu související se zavedením makroobezřetnostních opatření ČNB, sentiment spojený s nárůstem úrokových sazeb a přetrvávající nedostatek nemovitostí na straně nabídky.

Bankovní rada diskutovala též o pozorovaném ochlazení mezinárodního obchodu, které prohlubuje obavy z možného silnějšího přibrzdění globálního ekonomického růstu. V této

souvislosti byl kladen důraz na výhled evropské ekonomiky a v rámci ní zejména na situaci u našeho hlavního obchodního partnera, kterým je Německo. Na jednu stranu zaznívaly hlasy, že zpomalení německé ekonomiky může být stále jen dočasnou záležitostí. Na druhou stranu bylo uvedeno, že nelze vyloučit ani delší období nižšího růstu zahraniční poptávky. V této souvislosti byla zmíněna i nedávná změna v rétorice hlavních světových centrálních bank, které se v kontextu nejistot spojených s ekonomickým výhledem přiklání k trpělivosti, pokud jde o další kroky na poli měnové politiky. Členové bankovní rady se věnovali také riziku neřízeného brexitu. Jeho pravděpodobnost je těžko kvantifikovatelná; případné hospodářské následky chaotického odchodu Spojeného království z EU by však byly výrazné. Naproti tomu bylo uvedeno, že pokud jednání dospějí ke spořádanému řešení, je možné ve druhé polovině letošního roku očekávat i oživení růstu zahraniční poptávky.

V souvislosti s výše diskutovanými domácími a zahraničními riziky přitom mezi členy bankovní rady převažoval názor, že centrální banka by měla být vpředhledící a obezřetná. Jelikož domácí ekonomika urgentní zvýšení úrokových sazeb v současné situaci nevyžaduje a zahraniční nejistoty jsou značné, převládl pohled, že se zvýšením úrokových sazeb není nutné spěchat.

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů o ponechání limitní úrokové sazby pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 1,75 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady: Jiří Rusnok, Marek Mora, Tomáš Nidetzký, Oldřich Dědek a Tomáš Holub. Dva členové hlasovali pro zvýšení sazby o 0,25 procentního bodu: Vojtěch Benda a Aleš Michl.

---

## **NEZÁVISLOST ČNB**

Nezávislost centrální banky je klíčovou podmínkou úspěšné realizace měnové politiky a tedy udržitelného neinflačního růstu ekonomiky. ČNB disponuje vysokou mírou nezávislosti na politických strukturách při plnění svých zákonem stanovených funkcí již od počátku své existence. Význam nezávislosti centrální banky vystupuje v této souvislosti do popředí především proto, že politická moc se může snažit přimět centrální banku k opatřením, která sice mohou krátkodobě vést k podpoře ekonomického růstu, ale v delším období se projeví v nežádoucím růstu inflace, zatímco růst ekonomické aktivity se vrátí na původní úroveň nebo (v důsledku zvýšené inflace) dokonce i na úroveň nižší. Dostatečná míra nezávislosti na politické moci umožňuje centrální bance těmto tlakům odolávat.

Nezávislost jakékoliv centrální banky včetně ČNB může být posuzována z několika úhlů pohledu. Proto rozlišujeme i několik typů nezávislosti. Personální nezávislost spočívá v omezení politických tlaků při jmenování a odvolávání členů bankovní rady. Sedmičlennou bankovní radu ČNB jmenuje a odvolává prezident republiky bez asistence vlády. Zákon rovněž exaktně vymezuje důvody pro případné odvolání členů bankovní rady (neplnění

zákonem stanovených podmínek pro výkon funkce, nevykonávání své funkce po dobu delší než 6 měsíců či vážné pochybení). Institucionální nezávislost spočívá v tom, že bankovní rada ČNB při plnění svých zákonem stanovených cílů a výkonu svých dalších činností nesmí přijímat ani vyžadovat pokyny od prezidenta, parlamentu, vlády či jakýchkoli jiných subjektů. Funkční nezávislost spočívá v autonomii ČNB při formulování inflačních cílů a nástrojů k jejich dosažení. Kurzový režim je sice ČNB povinna stanovovat po projednání s vládou, ale nesmí tím být ohrožen její hlavní měnový cíl. O zásadách a opatřeních měnové a fiskální politiky se ČNB a vláda vzájemně informují. Finanční nezávislost spočívá v zákazu přímého financování veřejného sektoru a jím řízených subjektů. ČNB hospodaří podle rozpočtu schváleného bankovní radou, který je členěn tak, aby byly zřejmé výdaje na pořízení majetku a výdaje na provoz. ČNB je povinna po skončení hospodářského roku zpracovat účetní uzávěrku a nechat ji ověřit externím auditorem. Z té pak vychází roční zpráva o výsledku hospodaření, která je překládána parlamentu. ČNB je rovněž povinna pravidelně zveřejňovat dekadní výkazy o své finanční pozici.

### 5.3 Nástroje měnové politiky

Při výkonu měnové politiky využívá každá centrální banka paletu různých nástrojů, které lze členit podle několika kritérií. S ohledem na aktuální nastavení měnové politiky a míru jejich aplikace v praxi rozlišujeme následující nástroje:

- základní úrokové sazby centrální banky,
- operace na volném trhu,
- automatické facility,
- povinné minimální rezervy,
- veřejná prohlášení centrální banky,
- intervence na devizovém trhu.

První tři uvedené nástroje jsou vzájemně propojeny, neboť úrokové sazby centrální banky jsou přímo používány v operacích na volném trhu a automatických facilitách. Centrální banky zpravidla stanovují několik oficiálních úrokových sazeb. V případě ČNB se jedná o dvoutýdenní repo sazbu, diskontní sazbu a lombardní sazbu. Z hlediska skutečného dopadu na praktický výkon měnové politiky i ekonomiku je nejvýznamnější repo sazba.

Repo sazba je používána v klíčovém nástroji měnové politiky, což jsou operace na volném trhu, což jsou obchody mezi centrální bankou a komerčními bankami s krátkodobými dluhopisy. Operace na volném trhu jsou také klíčovým nástrojem v ovlivňování měnové báze a následně řízení peněžní zásoby. V případě ČNB má tento hlavní nástroj měnové politiky podobu repo operací prováděných formou tendrů. Při repo operacích ČNB přijímá od bank přebytečnou likviditu a bankám předává jako kolaterál dohodnuté cenné papíry. Obě strany se zároveň zavazují, že po uplynutí doby splatnosti proběhne reverzní transakce, v níž ČNB jako dlužník vrátí věřitelské bance zapůjčenou jistinu zvýšenou o dohodnutý úrok a věřitelská banka vrátí ČNB poskytnutý kolaterál. Základní doba trvání těchto ope-

rací je stanovena na 14 dní, proto je z hlediska měnové politiky chápána jako klíčová dvou-týdenní repo sazba. Vzhledem k systémovému přebytku likvidity v bankovním sektoru slouží repo tendry především k odčerpávání likvidity. ČNB provádí repo tendry s tzv. variabilní sazbou. To znamená, že vyhlášená dvoutýdenní repo sazba slouží jako maximální limitní sazba, za kterou mohou být banky v repo tendru uspokojovány. Nabídky bank jsou vypořádány podle americké aukční procedury, tj. ČNB přijme přednostně nabídky požadující nejnižší úrokovou sazbu, a to až do výše predikovaného přebytku likvidity na daný den.

Automatické facility slouží k poskytování nebo ukládání likvidity přes noc (overnight, O/N). Protože se z hlediska bank jedná o permanentní možnost uložení resp. zapůjčení peněz, vytvářejí úrokové sazby uplatňované u těchto dvou facilit koridor, v němž se pohybují krátkodobé sazby na peněžním trhu i dvoutýdenní repo sazba. Depozitní facilit poskytuje bankám možnost uložit přes noc u ČNB bez zajištění svou přebytečnou likviditu. Minimální objem je 10 mil. Kč, částky nad touto hranicí jsou přijímány bez dalších omezení. Depozita jsou úročena diskontní sazbou. Diskontní sazba proto zpravidla představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. Marginální zá-půjční facilit poskytuje bankám, které mají s ČNB uzavřenou rámcovou repo smlouvu, možnost vypůjčit si přes noc od ČNB formou repo operace likviditu. Minimální objem je 10 mil. Kč, částky nad touto hranicí jsou poskytovány bez dalších omezení. Finanční prostředky v rámci této facility jsou úročeny lombardní sazbou. Vzhledem k trvalému přebytku likvidity je tato facilit bankami využívána minimálně. Lombardní sazba představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB je kdykoliv oprávněna z mimořádných měnově politických důvodů dočasně omezit nebo zcela pozastavit poskytování lombardních úvěrů.

Povinné minimální rezervy (PMR) je povinna držet na svém účtu u ČNB každá banka v Česku s bankovní licencí nebo podnikající na základě jednotné bankovní licence EU. Předepsaný objem PMR je stanoven na 2 % ze základny pro výpočet PMR. S platností od 12. 7. 2001 je touto základnou objem primárních závazků dané banky (tj. především vkladů od nebankovních subjektů), jejichž splatnost nepřevyšuje 2 roky. Prostředky na tomto účtu až do výše předepsaného objemu PMR jsou počínaje 12. 7. 2001 bankám úročeny dvoutýdenní repo sazbou ČNB (dříve úročeny nebyly). Funkce PMR jako měnověpolitického nástroje je v současné době nízká. Prostředky deponované bankami v ČNB za účelem plnění PMR však mají jinou významnou úlohu: slouží jako „polštář“ zajišťující plynulost mezi-bankovního platebního styku v Zúčtovacím centru ČNB.

Významným nástrojem pro ovlivňování úrokových sazeb a měnového kursu je i komunikace centrální banky zejména ve formě různých vyhlášení. Pakliže je centrální banka důvěryhodnou a respektovanou institucí, mají její prohlášení velký vliv na vytváření tržních očekávání ohledně budoucího vývoje. Centrální banky se proto snaží svá stanoviska komunikovat prostřednictvím prohlášení svých čelných představitelů. Tato prohlášení se mnohou týkat všech aspektů ekonomického vývoje včetně klíčových ekonomických proměnných jako je inflace, devizový kurz nebo hospodářský růst. Intervence na devizovém trhu využívají centrální banky k ovlivňování devizového kursu. V případě přímých intervencí

nakupují nebo prodávají zahraniční měnu za domácí měnu na devizovém trhu. V důsledku toho se mění nejen nabídka zahraniční měny a devizový kurz, ale také rezervy komerčních bank, měnová báze a peněžní zásoba.

## PŘÍPADOVÁ STUDIE



### DEVIZOVÉ INTERVENCE ČNB

Dne 6. dubna 2017 ukončila bankovní rada ČNB režim devizových intervencí, pomocí kterých držela 41 měsíců, od 7. listopadu 2013, kurz koruny slabší nebo roven 27 korun za euro. Celkem ČNB vydala na intervence 2,012 bilionu korun. ČNB se po centrálních bankách Izraele a Švýcarska stala teprve třetí centrální bankou, která použila kurz jako nástroj své měnové politiky.

Bankovní rada ČNB rozhodla zahájit devizové intervence v listopadu 2013, kdy byl guvernérem banky Miroslav Singer. Předtím ČNB naposledy intervenovala v roce 2002. Cílem banky bylo oslabit korunu kvůli hrozící deflaci. Kurz měny se před zákrokem pohyboval kolem 25,50 Kč/EUR, ČNB se rozhodla držet jej pomocí intervencí u hladiny 27 Kč/EUR. Důvodem kroku, který bankovní rada zvažovala již dříve, byla mimo jiné snaha předejít deflaci a urychlit návrat do situace, kdy bude ČNB moci opět začít používat pro dosažení stanoveného dvouprocentního inflačního cíle svůj standardní nástroj, tedy úrokové sazby. Banka zároveň pomohla exportně orientovaným firmám, které se staly pro zahraničí levnější, a tedy konkurenceschopnější.

Zásah ČNB vyvolal vlnu kritiky, a to jak od části ekonomů, tak od politiků. Prezident Miloš Zeman například v listopadu 2013 řekl, že intervence nikdy ničemu neprospěly a vedly ke ztrátám. Jeho předchůdce v úřadu Václav Klaus označil zahájení intervencí za chybný a riskantní krok. Oslabení kurzu koruny v režii ČNB kritizovaly i odbory, které poukazovaly na zvýšení cen dováženého zboží. Naopak premiér Bohuslav Sobotka se v dubnu 2015 centrální banky zastal. Banku podpořil už v listopadu 2013 Sobotkův předchůdce Jiří Rusnok, který se v roce 2014 stal členem bankovní rady a od července 2016 je guvernérem ČNB.

Svého cíle, tedy udržení požadovaného kurzu koruny, dosahovala ČNB prodejem korun a nákupem cizích měn. Rekordní intervence připadly na leden 2017, kdy banka na devizovém trhu utratila asi 391 miliard korun za nákup eur. Šlo o nejvyšší měsíční objem od zahájení intervencí. Od té doby do konce ledna ČNB intervenovala v objemu zhruba 2,012 bilionu korun.

Guvernér Rusnok získal za hladké ukončení devizových intervencí od magazínu Global Markets ocenění Guvernér centrální banky pro střední a východní Evropu pro rok 2017 a za totéž od měsíčníku The Banker cenu Guvernér centrální banky v Evropě pro rok 2018.

## 5.4 Režimy měnové politiky

Centrální banka uplatňuje při praktickém výkonu měnové politiky zpravidla jednu z možných strategií nebo režimů. Jedná se tedy o způsob či koncepci, jakým je měnová politika prováděna. V základním členění rozlišujeme následující strategie měnové politiky:

- strategie s implicitní nominální kotvou,
- řízení (cílování) peněžní zásoby,
- řízení (cílování) devizového kurzu,
- cílování inflace.

Režim implicitní nominální kotvy znamená, že centrální banka se zaměřuje na řízení a ovlivňování jedné veličiny interně definované pro potřeby centrální banky. Takovou veličinou může být některý z měnových agregátů, objem poskytnutých úvěrů, úroková sazba apod. Základem této strategie je, že sledovaná veličina není veřejně známá a centrální banka k jejímu vývoji nepodává žádné veřejné analýzy a komentáře. Takový režim měnové politiky je možný pouze v případě, že se centrální banka těší vysoké důvěryhodnosti a kredibility.

Režim řízení peněžní zásoby spočívá ve sledování a ovlivňování vývoje některého ze standardních měnových agregátů. Logika a základní princip této strategie vychází z výše diskutované vazby množství peněz v oběhu na cenovou hladinu v ekonomice. Pro úspěšnost této strategie je klíčová volba vhodného měnového agregátu, který centrální banka má schopnost ovlivnit a který zároveň má schopnost předurčovat vývoj inflace.

Principem režimu řízení devizového kurzu je pomocí změn úrokových sazeb centrální banky a intervencí na devizovém trhu ovlivňovat resp. stabilizovat vývoj devizového kurzu vůči vybrané měně případně koši měn. V rámci této strategie se centrální banka snaží dosáhnout cenové stability, která panuje v zemi či zemích, na jejichž měnu je řízený devizový kurz navázán. Pro efektivní aplikaci této strategie by měly být splněny dvě podmínky. Mezi mírou inflace v domácí ekonomice a v zemi s cílovanou měnou by měl existovat spíše menší rozdíl. Centrální banka musí dále disponovat dostatečným objemem devizových rezerv, které budou použity v devizových intervencích. Vhodná a žádoucí je také vysoká míra koordinace s fiskální politikou. Používání této strategie ale znamená, že centrální banka fakticky ztrácí autonomii měnové politiky. Změny úrokových sazeb i množství peněz v oběhu v důsledku aktivní realizace intervencí (obchodů) na devizovém trhu jsou primárně zaměřeny na dosažení stability devizového kurzu.

Poslední strategií měnové politiky, která je v poslední době využívána stále více je režim cílování inflace. Jelikož se jedná o přístup aplikovaný mnoha významnými centrálními bankami i ČNB, budeme mu věnovat více pozornosti v samostatných podkapitolách.

### 5.4.1 CÍLOVÁNÍ INFLACE

Po inflačním období v 70. a 80. letech 20. století začal opětovně narůstat význam cenové stability mezi cíli měnové politiky. Vyvrcholením těchto tendencí se pak stala nová strategie měnové politiky nazývaná cílování inflace (inflation targeting), kterou od 90. let začalo využívat mnoho zemí operujících v režimu plovoucího devizového kurzu. Cílování inflace jako rámec pro provádění měnové politiky prošlo od počátku 90. let značným vývojem, v němž byly počáteční intuitivní a někdy i experimentální prvky postupně nahrazovány rigorózními metodami se značnou mírou mezinárodní standardizace. V současnosti aplikují různé formy cílování inflace více než dvě desítky zemí.

Cílování inflace se prozatím jeví jako velmi úspěšné, neboť ve většině zemí bylo cenové stability postupně dosaženo a inflační očekávání jsou výrazně a úspěšně ovlivňována explicitními či implicitními inflačními cíli. Skutečností ale zůstává, že k poklesu inflace došlo bez ohledu na to, zda centrální banky operují v režimu cílování inflace či v režimu jiném.

Cílování inflace odráží širokou shodu ekonomů, že hlavním cílem měnové politiky by měla být cenová stabilita v praxi definovaná jako nízká a stabilní míra inflace. Stanovení cenové stability jako primárního cíle měnové politiky nevyklučuje, že většina centrálních bank chápe svůj mandát jako duální, tj. přijímá zodpovědnost nejen za vývoj inflace, ale i za volatilitu reálné ekonomické aktivity.

Obecně se za jeden ze stěžejních rysů cílování inflace považuje absence zprostředkujícího cíle. Zejména postupující globalizace finančních trhů a liberalizace kapitálových toků omezily účinnost a relevantnost zprostředkujících cílů ve formě peněžních agregátů. Transmisní mechanismus cílování inflace však nelze považovat za mechanismus bez jakéhokoli zprostředkujícího cíle. Do jisté míry se jím však stává podmíněná inflační prognóza, která bere v úvahu i veličiny (či jejich determinanty), které dříve sloužily jako zprostředkující cíle. Pokud se prognózovaná inflace začíná odchylovat od inflačního cíle, musí centrální banka změnit své pracovní kritérium, tj. krátkodobé úrokové sazby. Skutečnost, že se monetární politika začala opírat nikoli o jediný zprostředkující cíl, ale o celou škálu indikátorů a informací, lze ale naopak interpretovat jako rozšíření prostoru pro diskreci v rozhodování.

Centrální banky cílující inflaci stanovují explicitní numerický cíl pro inflaci ve formě bodu nebo intervalu. U většiny vyspělých zemí je střed inflačního cíle nastaven na úrovni kolem 2 % a koridor má šířku obvykle také kolem 2 %, tudíž koridor vyjádřený jako 1-3 % nebo  $2 \pm 1$  % lze považovat u těchto zemí za určitý standard. Veřejný závazek ve formě inflačního cíle vytváří rámec pro mnohem intenzivnější ovlivnění tvorby inflačních očekávání zúčastněných subjektů. Je nepopíratelnou skutečností, že ve většině zemí cílujících inflaci došlo ke stabilizaci inflačních očekávání, a to i tehdy, pokud se inflace pravidelně odchyluje od cíle. To, že centrální banky definují své inflační cíle ve formě pásem (např. 2 – 4 %) nebo bodů s konfidenčními intervaly ( $2 \pm 1$  %) je odrazem skutečnosti, že dosahování cílů významně komplikují různé inflační šoky. Kvůli nim se míra inflace může dočasně vychýlit od cílové hodnoty, aniž za to nese centrální banka zodpovědnost.



Ve většině zemí jsou inflační cíle stanoveny na základě indexu spotřebitelských cen (CPI). Některé centrální banky ale používají mírně modifikované indexy spotřebitelských cen nebo výrazně modifikované indexy, z nichž se počítá jádrová inflace (core inflation). V tomto smyslu centrální banky vylučují z indexu spotřebitelských cen nestabilní položky (např. úrokové sazby z hypoték), dále položky podléhající periodickým změnám (ceny potravin či energetických surovin) a přímé efekty změn nepřímých daní na cenovou hladinu.

Dalším podstatným prvkem cílování inflace je období, během něhož by měly být odchylky inflace od cíle eliminovány. Toto období bychom mohli označit za horizont měnové politiky. Vzhledem k existenci zpoždění mezi měnověpolitickými rozhodnutími a jejich účinky musí být měnová politika vpředhledící (forward-looking) a zároveň preventivní. Proto musí být dnešní rozhodnutí o nastavení měnověpolitických úrokových sazeb odvozeno od jejich předpokládaného účinku v budoucnosti.

U většiny zemí aplikujících cílování inflace lze rozhodování o měnověpolitických úrokových sazbách označit za cílování inflační prognózy, neboť inflační prognóza centrální banky je ústředním prvkem a měnověpolitický nástroj je stanoven tak, aby byla prognóza podmíněná úrovní nástroje shodná s cílem. Dalším důležitým prvkem systému je vysoký stupeň transparentnosti (transparency) centrální banky. Ta se rovněž snaží vyjádřit svou zodpovědnost (accountability) za plnění cíle tím, že bankám a jiným finančním společnostem a koneckonců i široké veřejnosti poskytuje rozsáhlé informace o ekonomice a rozhodovacím procesu měnové politiky.

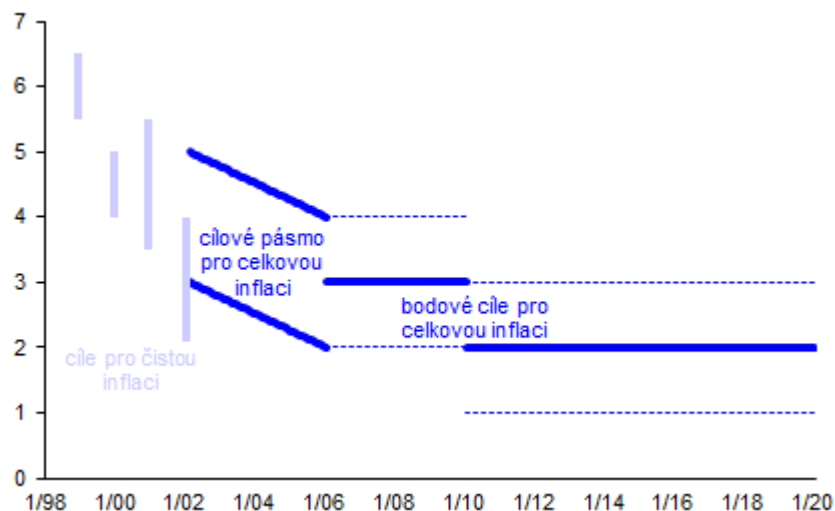
#### **5.4.2 CÍLOVÁNÍ INFLACE V PODÁNÍ ČNB**

V prosinci 1997 rozhodla bankovní rada ČNB o změně režimu měnové politiky a počínaje rokem 1998 přešla k cílování inflace. Přejít k novému režimu měnové politiky nebyl změnou její úlohy, ale pouze způsobu, jakým je tato úloha plněna. Významnými rysy cílování inflace je střednědobost této strategie, využívání prognózy inflace a veřejné explicitní vyhlášení inflačního cíle či posloupnosti cílů. Bankovní rada ČNB při svém měnověpolitickém rozhodování posuzuje nejnovější prognózu ČNB a vyhodnocuje rizika nenaplnění této prognózy. Na základě těchto úvah pak bankovní rada hlasuje o tom, zda a jak by se mělo změnit nastavení měnověpolitických nástrojů.

Praktická aplikace cílování inflace prošla několika vývojovými etapami. Základní parametry nastavení jsou přehledně zobrazeny v Obrázku 5-3. V prvním období cílování inflace používala ČNB jako hlavní analytický i komunikační ukazatel inflace tzv. čistou inflaci. Střednědobý inflační cíl České národní banky pro konec roku 2000 byl vyhlášen současně s oznámením přechodu k cílování inflace, tj. v prosinci roku 1997. Centrální banka se jím zavázala působit měnovými nástroji tak, aby se čistá inflace pohybovala na konci roku 2000 v meziročním vyjádření v intervalu 3,5 – 5,5 %. Aby lépe ukotvila inflační očekávání, ČNB vyhlásila zároveň inflační cíl pro konec roku 1998, a to v čisté inflaci v intervalu 5,5 – 6,5 %. V listopadu 1998 byl stanoven krátkodobý cíl v čisté inflaci pro konec roku 1999 v intervalu 4 – 5 %. V dubnu 1999 byl formulován dlouhodobý cíl tzv. cenové stability v



čisté inflaci pro konec roku 2005 v intervalu 1 – 3 % a v dubnu 2000 byl stanoven cíl pro konec roku 2001.



**Obrázek 5-3: Inflační cíle ČNB**

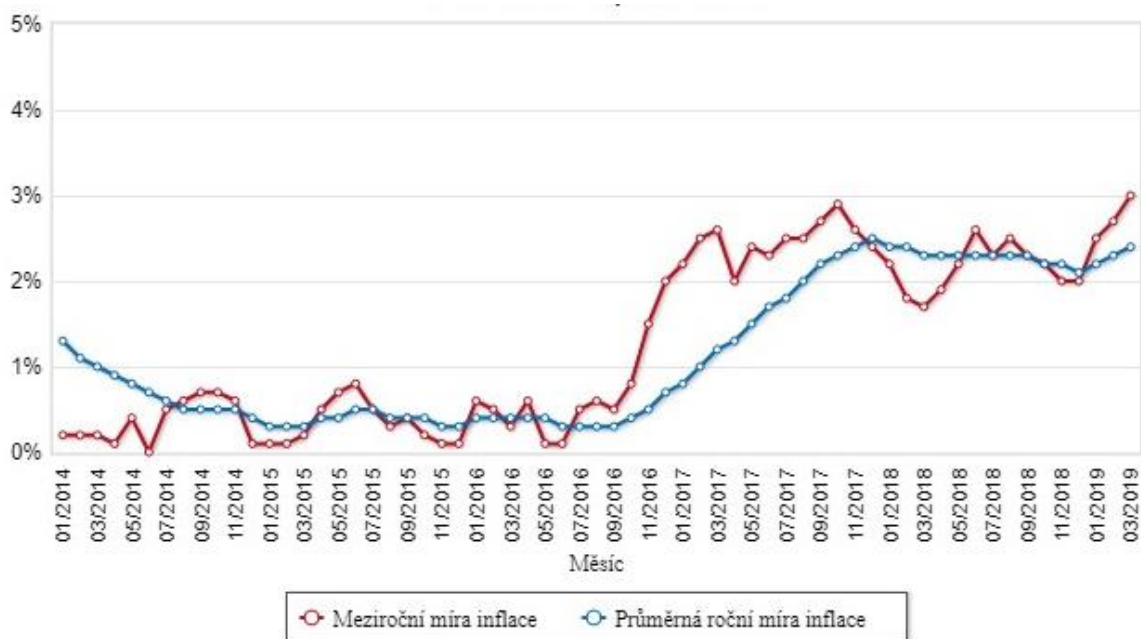
Zdroj: Webová stránka ČNB [online]. Dostupné z <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/cilovani/>, [vid. 19. 4. 2019].

V dubnu 2001 bylo rozhodnuto o přechodu k cílování celkové inflace (tj. přírůstku indexu spotřebitelských cen) a k vyjádření cílové trajektorie v celkové inflaci pomocí průběžného pásma. Pro období leden 2002 – prosinec 2005 bylo vyhlášeno pásmo, které začínalo v lednu 2002 na úrovni 3 – 5 % a končilo v prosinci 2005 na úrovni 2 – 4 %. Pro období od ledna 2006 byl vyhlášen inflační cíl ve výši 3 % s tolerančním pásmem ve výši jednoho procentního bodu oběma směry. V březnu 2007 byl vyhlášen nový inflační cíl ve výši 2 % platný od ledna 2010 s tím, že ČNB bude stejně jako doposud usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany.

ČNB při posuzování vývoje inflace vychází ze statistických dat publikovaných ČSÚ. Hodnoty inflace, z nichž vychází provádění i zpětné hodnocení měnové politiky ČNB v režimu cílování inflace, jsou publikovány institucí nezávislou na ČNB. Toto uspořádání zvyšuje důvěryhodnost inflačního cílování. V Obrázku 5-4 je zobrazen vývoj meziroční míry inflace a průměrné roční míry inflace, přičemž oba ukazatele jsou založeny na spotřebitelských cenách.

V rámci cílování inflace mohou nastat situace, kdy ČNB se nesnaží za každou cenu dosáhnout cíle a uplatní tzv. výjimku. K potřebě uplatňovat výjimky z plnění inflačního cíle vedou v režimu cílování inflace velké nárazové změny exogenních faktorů (jedná se zejména o šoky na straně nabídky), jež jsou zcela či ve značné míře mimo dosah opatření měnové politiky centrální banky. Snaha udržet inflaci v cíli by za těchto okolností mohla vyústit v nežádoucí výkyvy hrubého domácího produktu a zaměstnanosti. Pokud takový šok odchýlí předpokládanou inflaci od cíle, ČNB na jeho primární dopady nereaguje. Využije výjimky ze svého závazku plnit inflační cíl a akceptuje takto způsobené přechodné

odchýlení prognózy a následně i budoucí inflace od cíle. Šoků, které vytvářejí prostor pro uplatnění takovéto výjimky, může být celá řada. Jedním z takových šoků jsou úpravy nepřímých daní.



Obrázek 5-4: Míra inflace v Česku (v %)

Zdroj: Webová stránka Českého statistického úřadu [online]. Dostupné z [https://www.czso.cz/csu/czso/mira\\_inflace\\_animovany\\_graf](https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace_animovany_graf), [vid. 20. 4. 2019].



### SAMOSTATNÝ ÚKOL

V databázi Eurostatu Economy and Finance si najdete časové řady inflace vyjádřené Harmonizovaným indexem spotřebitelských cen (HICP). Stáhněte si údaje o roční inflaci ve všech zemích EU za poslední dostupný rok a také za rok o pět let dříve. Rozdělte země v každém roce na tři skupiny podle míry inflace a porovnejte, jak se složení skupin změnilo. Hlavní změny zkuste vysvětlit.



### OTÁZKY

1. Jaký bývá standardně v moderním pojetí měnové politiky její hlavní cíl?
2. Jaké tři kanály obsahuje transmisní mechanismus měnové politiky?
3. Jaké typy měnové politiky rozlišujeme z hlediska využití nástrojů měnové politiky a ovlivňování peněžní zásoby?
4. Jaká je struktura bankovní rady České národní banky?

5. Které nástroje měnové politiky jsou nejvýznamnější?
6. Na jaké úrovni se ve vyspělých zemích zpravidla stanovuje inflační cíl?

## SHRNUTÍ KAPITOLY



Měnovou politiku můžeme charakterizovat jako soubor procesů, v jejichž rámci se centrální banka pomocí využívání svých nástrojů snaží dosáhnout hlavního cíle. V každé moderní tržní ekonomice je centrální banka jedinou institucí, která má kompetence měnovou politiku určovat a provádět. Pro správný výkon měnové politiky je nezbytná nezávislost centrální banky, kterou můžeme chápat z několika pohledů, avšak zásadní je zejména nezávislost na politické reprezentaci. Hlavním cílem měnové politiky je v současnosti u většiny centrálních bank cenová stabilita, která se vyznačuje nízkou a stabilní inflací. Centrální banka dosahuje cíle využitím svých nástrojů a přenosem jejich efektů v ekonomice prostřednictvím transmisního mechanismu až na cenovou hladinu. Na základě srovnání skutečného vývoje inflace se stanoveným cílem může centrální banka uplatňovat buď restriktivní nebo expanzivní měnovou politiku.

Centrální bankou v Česku je Česká národní banka (ČNB), která kromě určování měnové politiky vydává bankovky a mince, řídí peněžní oběh, platební styk a zúčtování bank a vykonává dohled nad finančním sektorem. Nejvyšším řídicím orgánem ČNB je bankovní rada, která rozhoduje o zásadních měnověpolitických opatřeních a opatřeních v oblasti dohledu nad finančním sektorem. Bankovní rada je sedmičlenná a skládá se z guvernéra, který stojí v čele ČNB, dvou viceguvernéřů a čtyř členů bankovní rady. Guvernéra, viceguvernéry a ostatní členy bankovní rady jmenuje a odvolává prezident republiky.

Pro výkon měnové politiky má centrální banka k dispozici celé portfolio nástrojů. K hlavním nástrojům lze zařadit úrokové sazby centrální banky, operace na volném trhu, automatické facility, povinné minimální rezervy, veřejná prohlášení centrální banky a intervence na devizovém trhu. První tři uvedené nástroje jsou vzájemně propojeny, neboť úrokové sazby centrální banky jsou přímo používány v operacích na volném trhu a automatických facilitách. Repo sazba jako nejdůležitější úroková sazba je používána v klíčovém nástroji měnové politiky, což jsou operace na volném trhu, v nichž centrální banka obchoduje s komerčními bankami s krátkodobými dluhopisy.

Centrální banka uplatňuje při praktickém výkonu měnové politiky zpravidla jeden z možných režimů. V základním členění rozlišujeme tyto režimy: strategie s implicitní nominální kotvou, řízení peněžní zásoby, řízení devizového kurzu a cílování inflace. Od 90. let 20. století začal postupně převládat režim cílování inflace, který nyní aplikuje většina centrálních bank včetně těch nejvýznamnějších i ČNB. Centrální banky cílující inflaci sta-

novují explicitní numerický cíl pro inflaci ve formě bodu nebo intervalu. U většiny vyspělých zemí je střed inflačního cíle nastaven na úrovni kolem 2 % a koridor má šířku obvykle také kolem 2 %, tudíž koridor vyjádřený jako 1-3 % nebo  $2 \pm 1$  % lze považovat u těchto zemí za určitý standard. Ve většině zemí jsou inflační cíle stanoveny na základě indexu spotřebitelských cen. V Česku bylo cílování inflace zavedeno v roce 1998. Praktická aplikace cílování inflace prošla několika vývojovými etapami a změnami ve stanovení inflačního cíle nebo vymezení cílované inflace. V březnu 2007 byl vyhlášen nový inflační cíl ve výši 2 % platný od ledna 2010 s tím, že ČNB bude stejně jako doposud usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany. Takto stanovený inflační cíl platí dodnes.

---



## **ODPOVĚDI**

1. Hlavním cílem měnové politiky bývá v současnosti zpravidla cenová stabilita.
  2. Transmisní mechanismus měnové politiky obsahuje úrokový, úvěrový a kurzový kanál.
  3. Podle způsobu použití nástrojů a snahy ovlivňovat peněžní zásobu rozlišujeme expanzivní a restriktivní měnovou politiku.
  4. Bankovní radu České národní banky tvoří guvernér, dva viceguvernéři a čtyři další členové bankovní rady, která je tak celkem sedmičlenná.
  5. Nejvýznamnější nástroje měnové politiky jsou operace na volném trhu (repo operace) ve spojení se základní úrokovou sazbou centrální banky (repo sazba).
  6. U většiny vyspělých zemí je střed inflačního cíle nastaven na úrovni kolem 2 % a koridor má šířku obvykle také kolem 2 %, tudíž koridor vyjádřený jako 1-3 % nebo  $2 \pm 1$  % lze považovat u těchto zemí za určitý standard.
-

## 6 ÚROKOVÉ SAZBY

### RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY



V této kapitole zaměříme pozornost na úrokové sazby, které patří k nejdůležitějším veličinám v ekonomické teorii i praxi. Po definici úroku, úrokové sazby a úrokové míry se budeme věnovat rozdílům mezi nominálními a reálnými úrokovými sazbami. Ukážeme si, jaká je v tomto porovnání funkce inflace. Dále si vysvětlíme, jaká je struktura úrokových sazeb, co lze považovat za bezrizikovou sazbu a na jakém základě se k ní přidává riziková prémie. Významným faktorem ovlivňujícím strukturu úrokových sazeb je i čas, proto si vysvětlíme, co znamená výnosová křivka, jakých tvarů může nabývat a co znamenají. V poslední části kapitoly se budeme věnovat konkrétním úrokovým sazbám z finanční praxe. Specifické postavení v ekonomice a finančním systému mají úrokové sazby centrální banky. Vysvětlíme si, co znamenají a v jakých nástrojích měnové politiky se využívají. Dalšími důležitými sazbami jsou úrokové sazby mezibankovního trhu depozit a neposlední řadě také úrokové sazby komerčních bank používané v depozitních i úvěrových produktech.

### CÍLE KAPITOLY



- Definovat úrokovou sazbu a určit rozdíly oproti úrokové míře a úroku.
- Naučit se způsob výpočtu reálné úrokové sazby.
- Vysvětlit podstatu a význam reálné úrokové sazby.
- Objasnit strukturu úrokových sazeb z hlediska rizika.
- Popsat vliv času na strukturu úrokových sazeb.
- Definovat výnosovou křivku a její základní tvary.
- Vyjmenovat úrokové sazby ČNB a pochopit jejich význam a využití.
- Okomentovat vývoj repo sazby ČNB v posledních letech.
- Charakterizovat úrokové sazby mezibankovního trhu depozit a vysvětlit jejich význam v ekonomice.
- Definovat typy úrokových sazeb používaných komerčními bankami a demonstrovat na jejich základě hlavní byznys bank.
- Vysvětlit efektivní úrokovou sazbu a roční procentní sazbu nákladů.



## KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY

Úroková sazba, úroková míra, úrok, nominální úroková sazba, reálná úroková sazba, Fisherův zákon, struktura úrokových sazeb, bezriziková úroková míra, riziková prémie, výnosová křivka, normální výnosová křivka, inverzní výnosová křivka, úrokové sazby centrální banky, repo sazba, diskontní sazba, lombardní sazba, úrokové sazby mezibankovního trhu depozit, PRIBOR, CZEONIA, úrokové sazby komerčních bank, základní sazba, úroková sazba na vklady, úroková sazba na úvěry, efektivní úroková sazba, roční procentní sazba nákladů.

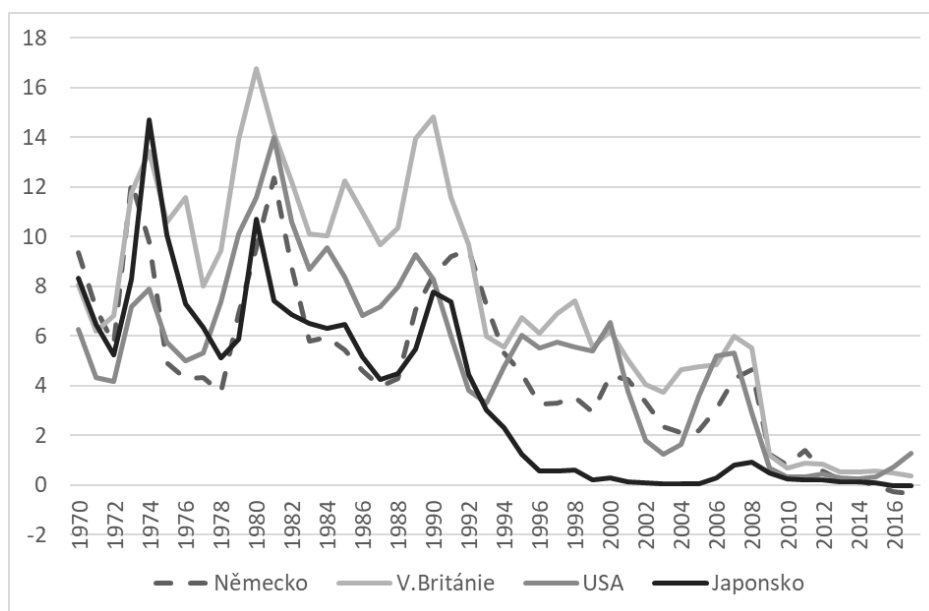
Úrokové sazby patří bezpochyby k nejdůležitějším veličinám v ekonomické teorii i praxi. Výše a vývoj úrokových sazeb má zásadní vliv na chování a rozhodování domácností i firem, ovlivňuje fungování a hospodaření bank a dalších finančních institucí a tím i celkovou finanční stabilitu. Úrok můžeme definovat jako cenu, kterou požaduje věřitel za dočasné poskytnutí práva využívat jeho kapitál neboli peněžní prostředky. Úrok platí věřiteli dlužník, který právo využití kapitálu získal. Z ekonomické logiky vyplývá, že zájmy věřitele a dlužníka jsou protichůdné. Zatímco věřitel usiluje o co nejvyšší úrokovou sazbu, dlužník preferuje sazbu co nejnižší. Úrok jako cena kapitálu je tak, stejně jako každá jiná cena, určen nabídkou a poptávkou. Změny v úrovni úroků zpětně ovlivňují nabídku a poptávku, na makroekonomické úrovni mají tendenci vést k vyrovnání celkové nabídky a celkové poptávky po finančních zdrojích v ekonomice.

Z kvantitativního hlediska je úrok rozdílem mezi částkou vrácenou za poskytnutý úvěr (úrok a splacený úvěr) a výší úvěru. Podíl úroku k zapůjčené částce je úroková míra, která je obvykle vyjadřována v procentech na roční bázi (*p.a.*, *per annum*). Úroková míra v jednotlivých konkrétních transakcích se nazývá úroková sazba. Změny úrokových sazeb se zase vyjadřují v procentních respektive základních bodech. Pokud se tedy úroková sazba zvýší z 3 % p.a. na 5 % p.a., jedná se o nárůst o dva procentní body (nikoliv o dvě procenta). Jeden základní bod dále odpovídá 0,01 % neboli 0,0001. Dojde-li například k poklesu úrokové sazby ze 4 % p.a. na 3,25 % p.a., říkáme, že došlo k poklesu o 75 základních bodů.

Z historického pohledu se v posledních 50 letech vyskytovala období obecně vysokých úrokových sazeb i periody nízkých úrokových sazeb. Obrázek 6-1 zobrazuje vývoj krátkodobých úrokových sazeb peněžního trhu ve čtyřech klíčových světových ekonomikách v letech 1970–2017. Z grafu je patrné, že všechny země sdílejí hlavní vývojové tendence, nicméně konkrétní výše úrokových sazeb se může i citelně lišit. Druhá polovina 60. let a 70. léta byla charakteristická obecným růstem úrokových sazeb, přičemž jejich výše kulminovala na přelomu 70. a 80. let. Toto období můžeme jednoznačně nazvat obdobím vysokých úrokových sazeb. Významný trend ke snížení úrokových sazeb byl nastartován na počátku 90. let a zejména Japonsko se několik let nacházelo v podmínkách téměř nulových úrokových sazeb. Čas od poloviny 90. let lze vnímat jako období nízkých úrokových sazeb.

Finanční krize let 2007 – 2008 pak způsobila ještě další pokles úrokových sazeb na historická minima. V posledních letech se v některých zemích vyskytly dokonce záporné úrokové sazby.

V praktickém hospodářském životě a při investičních rozhodnutích nás zajímá nejen úroveň úrokových sazeb, ale i jejich struktura. Zatímco změny v úrovni úrokových sazeb vyrovnávají poptávku a nabídku po finančních zdrojích, relativní změny v jednotlivých úrokových sazbách vedou k přerozdělování zdrojů, více zdrojů je investováno do výnosnějších cenných papírů. Alokace finančních zdrojů pochopitelně úzce souvisí s alokací reálných zdrojů v ekonomice.



**Obrázek 6-1: Vývoj krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu (v %, 1970 – 2017)**

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z databáze AMECO [online]. Dostupné z [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm](http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm), [vid. 30. 4. 2019].

## 6.1 Nominální a reálné úrokové sazby

Doposud jsme ve výkladu i výpočtech uvažovali výlučně s nominálními úrokovými sazbami. Nebrali jsme do úvahy, že inflace v ekonomice snižuje kupní sílu peněz a tím pádem i kupní sílu úroků. Představte si půjčku 100.000 Kč na jeden rok s úrokovou sazbou 5 % p.a. Dlužník je tak povinen za rok vrátit částku 105.000 Kč, z čehož 5.000 Kč je úrok. Pokud ale během roku vzroste cenová hladina a inflace bude činit také 5 %, potom si za vrácených 105.000 Kč bude možno koupit úplně totéž, co za půjčených 100.000 Kč na začátku roku. Výnos věřitele očištěný o inflaci tak bude nula. Žádný věřitel nebude ochoten poskytovat půjčky s 5% úrokovou sazbou, pokud bude očekávat inflaci 5 %. Z pohledu dlužníka by se ale jednalo o velice výhodnou půjčku. Jelikož kupní síla vrácených peněz se rovná kupní síle půjčených prostředků, dlužník tak půjčku reálně získal zadarmo.

Hlavní závěr tohoto jednoduchého příkladu je, že dlužníka zajímají náklady na půjčku očištěné o inflaci a věřitele naopak inflačně očištěný výnos z poskytnuté půjčky. Ani jedna strana nezkoumá primárně výši úroku, ale zajímá se o skutečnou kupní sílu těchto peněz. Jinými slovy můžeme říci, že reálná úroková sazba je pro ekonomické chování a rozhodování mnohem důležitější než nominální úroková sazba. Termín reálná úroková sazba nicméně může být zavádějící. Úrokové sazby kótované na finančních trzích nebo používané na různé bankovní produkty jsou z našeho pohledu nominální sazby. I přesto ale jsou v jistém smyslu reálné, jelikož skutečně existují a skutečně lze s nimi realizovat finanční transakce. V ekonomické teorii nicméně za reálné veličiny považujeme ty, jejichž nominální úroveň byla očištěna o inflaci.

Nominální a reálná úroková sazba jsou spojovány jednoduchou vazbou, která je známa jako Fisherův zákon. Ten je založen na zásadě, že směna peněz dnes za peníze v budoucnu musí odpovídat směně zboží dnes a v budoucnu. Reálnou úrokovou sazbu označíme jako  $r$  a budeme předpokládat, že pokud dnes dodáme jednotku zboží, musíme získat  $1 + r$  jednotek zboží v budoucnu. Mohli bychom ale také prodat zboží dnes za cenu  $p_1$  a investovat získané prostředky za nominální úrokovou sazbu  $i$ . Budoucí hodnota této investice v peněžních jednotkách by byla  $p_1(1 + i)$ . Víme však, že důležitější je kupní síla peněz než jejich nominální výše. Množství zboží, které si budeme moci zakoupit v budoucnu, získáme tak, že budoucí hodnotu investice vydělíme cenou zboží v budoucnu  $p_2$ . Toto zboží musí být rovno reálné sazbě  $1 + r$ . Matematické odvození Fisherova zákona můžeme zapsat takto, přičemž inflaci označujeme jako  $p$ :

$$1 + r = \frac{1+i}{1+p} \quad (6.1)$$

Rovnici (6.1) můžeme jednoduchou matematickou operací upravit do tvaru:

$$1 + i = (1 + r)(1 + p) \quad (6.2)$$

Z rovnice (6.2) je zřejmé, že nominální úroková sazba je reálná úroková sazba upravená o míru inflace. Rovnici (6.2) můžeme dále upravit do formy:

$$i = r + p + rp \quad (6.3)$$

Vzhledem k tomu, že součin reálné úrokové sazby a inflace  $rp$  je obvykle díky skutečným hodnotám těchto veličin v jednotkách procent velmi malý, můžeme od něj v praktickém výpočtu abstrahovat a rovnice Fisherova zákona bývá používána ve formě:

$$i \approx r + p \quad (6.4)$$

$$r \approx i - p \quad (6.5)$$

Rovnice (6.5) tak běžně používáme ke stanovení ex-post reálné úrokové sazby, která nemůže být bezprostředně na trhu pozorována. Běžně je počítána, resp. odhadována také anticipovaná, resp. ex-ante reálná úroková sazba, kdy je hodnota  $p$  nahrazena očekávanou



(anticipovanou) inflací. Hodnota ex-ante reálné úrokové sazby se bude lišit od hodnoty ex-post reálné úrokové sazby o chyby v očekáváních.

Inflace může změnit reálnou úrokovou sazbu. V období vysoké inflace věřitelé očekávají a požadují vyšší nominální úrokové sazby, aby kompenzovali očekávané ztráty ze znehodnocení zapůjčeného kapitálu. Inflací, resp. inflačními očekáváními jsou ovlivněny především dlouhodobé úrokové sazby. Ačkoliv obvykle dochází k růstu cenové hladiny a inflace bývá kladná, existují období, kdy cenová hladina v ekonomice klesá a dochází k deflaci. Deflace je zpravidla spojena s hospodářskou stagnací nebo poklesem. V deflačním ekonomickém prostředí tak i velice nízké nebo nulové nominální úrokové sazby budou znamenat pozitivní reálné úrokové sazby.

## 6.2 Struktura úrokových sazeb

Struktura úrokových sazeb je ovlivněna celou řadou faktorů, především rizikem, likviditou a dobou splatnosti finančních dokumentů. Základem všech úrokových sazeb je bezriziková úroková míra. Jinými slovy, bezriziková míra představuje minimální hodnotu, která je obsažena ve všech úrokových sazbách. K tomuto základu se následně připočítávají další součásti výsledné úrokové sazby v podobě prémie a přírážek vyplývajících z rizika a splatnosti případně dalších faktorů předmětné transakce. Jelikož bezriziková úroková míra není explicitně definována ani kotována na finančních trzích nebo stanovována centrální bankou, pro praktické účely se používá určitá aproximace. Za bezrizikovou úrokovou míru zpravidla považujeme výnos státních cenných papírů, jako jsou státní pokladniční poukázky nebo vládní dluhopisy.

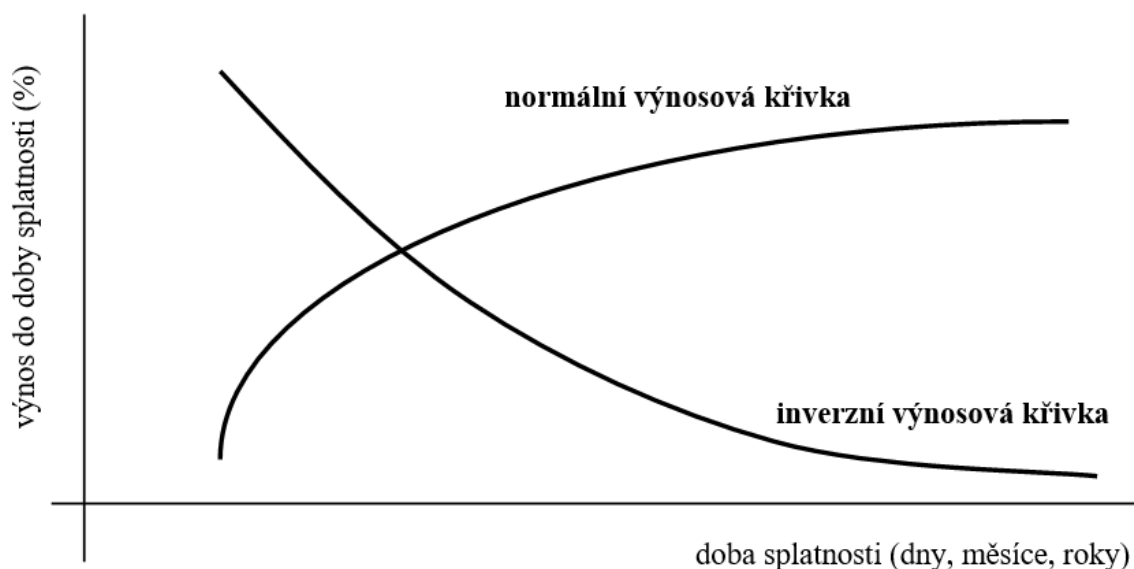
Významnou součástí každé úrokové sazby je riziková premie, která zohledňuje míru rizika dané transakce. Obecně platí, že vyšší riziko je kompenzováno vyšší rizikovou prémie a v konečném důsledku vyšší úrokovou sazbou respektive výnosovou mírou. Riziko se odvíjí od mnoha dílčích faktorů, které si můžeme ilustrovat na příkladu úvěru, který banka poskytuje svému klientovi, například podniku. Banka si potenciálního klienta prozkoumá z mnoha hledisek, aby zjistila jeho bonitu a schopnost splácet poskytnutý úvěr. Pozornost věnuje hospodaření společnosti včetně jeho historického vývoje. Sleduje finanční zdraví, hospodářský výsledek, míru zadlužení, kapitálovou strukturu a mnoha dalších ukazatelů. Vyhodnocuje rizikovost odvětví podnikání, teritoria působnosti nebo vlastnické struktury podniku. Banka dále prověřuje dosavadní zkušenosti s klientem a jeho historii a vyhodnotí kvalitu poskytnutého zajištění. Na základě těchto a dalších informací stanoví rizikovost klienta, která se následně promítne do výše úrokové sazby úvěru.

Dalším významným faktorem ovlivňujícím strukturu úrokových sazeb je čas neboli doba splatnosti. Obvykle úroková sazba respektive výnos do doby splatnosti roste se zvyšující se dobou splatnosti. Vztah mezi časem a výnosem do doby splatnosti graficky zachycuje výnosová křivka. Podmínkou pro správnou interpretaci výnosové křivky je, že jsou v ní prezentovány výnosy stejného typu finančního dokumentu vydaného stejným emitentem. Jako klasický příklad lze uvést výnosy státních dluhopisů s různou dobou splatnosti.

V tradičních a běžných podmínkách má výnosová křivka normální tvar (blíže Obrázek 6-2). Jedná se o křivku, která je po celou dobu svého průběhu rostoucí a pouze její tvar a sklon odráží konkrétní podmínky na trhu v daném okamžiku. Subjekty, které si půjčují peněžní prostředky, musí platit tím více, čím je delší doba splatnosti. Čím strmější je křivka výnosů, tím větší je rozdíl mezi dlouhodobými a krátkodobými úrokovými sazbami. Změna tvaru výnosové křivky pochopitelně ovlivňuje výnosy a náklady hospodářských subjektů.

Rostoucí tvar výnosové křivky vychází z předpokladu, že věřitel poskytující peněžní prostředky na delší dobu očekává vyšší kompenzaci v podobě úroku než věřitel poskytující zdroje na kratší dobu. Vyšší úrokové sazby na dlouhém konci výnosové křivky odrážejí i přirozeně vyšší riziko u investic s delší dobou splatnosti. Během delšího časového období může nastat více skutečností ohrožujících výnos z investice než během krátkého horizontu.

Z hlediska věřitele znamená rostoucí křivka výnosů v závislosti na době splatnosti to, že vyšších výnosů je možno dosáhnout jen dlouhodobějším investováním. Cenová variabilita dlouhodobých cenných papírů je však větší, než krátkodobých a investoři proto musí vzít v tomto případě v úvahu riziko změn kurzů cenných papírů mnohem více, než u cenných papírů krátkodobých.



**Obrázek 6-2: Normální a inverzní výnosová křivka**

Zdroj: Vlastní zpracování

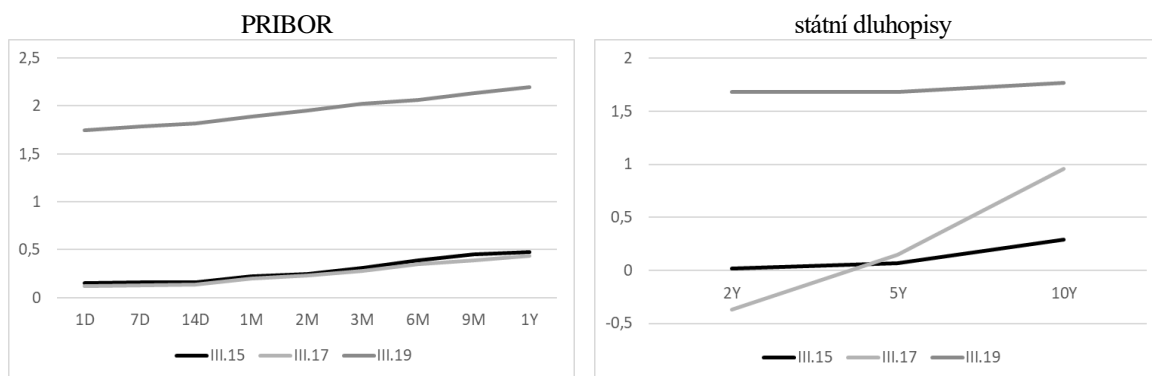
Výnosy finančních dokumentů mohou mít v závislosti na době splatnosti nejen rostoucí trend, ale i trend klesající (inverzní, převrácený). V takovém zdánlivě paradoxním případě, který je možno graficky znázornit inverzní výnosovou křivkou, přinášejí krátkodobé cenné papíry vyšší výnosy, než dlouhodobé. Taková situace má výhody a nevýhody pro věřitele i dlužníky. Z pohledu krátkodobých a dlouhodobých cenných papírů (investic) jsou opačné, než v případě normální křivky výnosů.

Na první pohled se zdá, že z hlediska dlužníka je výše uvedená situace velice výhodná a umožňuje mu dlouhodobě si půjčit za relativně nízkou úrokovou sazbu. Je třeba nicméně vzít v úvahu, v jakých konkrétních situacích se inverzní výnos, resp. inverzní křivka výnosů objevují. Je tomu většinou ve specifických podmínkách velmi vysokých úrokových sazeb, kde se očekává všeobecný pokles úrokových sazeb v budoucnosti. Potom ale získání dlouhodobého úvěru za relativně výhodnější úrokovou sazbu ale může v konečném důsledku znamenat vyšší úrokové náklady. Přijetí krátkodobého úvěru, který nyní vypadá jako nevhodný, ale může umožnit získat za relativně krátkou dobu, po všeobecném poklesu sazeb, dlouhodobý úvěr s mnohem nižší úrokovou sazbou než nyní v čase inverzní výnosové křivky. Obecně můžeme konstatovat, že inverzní výnosová křivka je přechodný jev, který odráží momentální vztah mezi krátkodobými a dlouhodobými sazbami, nikoliv však dlouhodobou úroveň sazeb.

V případě věřitele se zdá inverzní křivka výnosů v závislosti na době splatnosti finančních dokumentů také ideální, neboť přináší vyšší výnos z krátkodobých cenných papírů. V realitě to ovšem není tak jednoduché. Vysoké úrokové sazby, jakožto charakteristika období inverzní výnosové křivky, znamenají, že kurzy cenných papírů, které přinášejí kupónové platby, jsou na sekundárním trhu nízké a kurzy dlouhodobých cenných papírů jsou zvláště nízké. Protože je očekáván pokles úrokových sazeb, je možno očekávat i růst kurzů cenných papírů, přičemž víme, že kurzy dlouhodobých cenných papírů porostou více, než kurzy cenných papírů krátkodobých. Proto může být výhodnější koupit dlouhodobý cenný papír a dosáhnout zisku při změně jeho kurzu.

V ekonomické teorii a finanční praxi je věnována pozornost i tvaru křivky výnosů a jejímu sklonu. Tvar křivky totiž odráží poměrně přesně očekávání investorů o budoucím vývoji inflace (obecněji odráží riziko inflace aj. rizika, zahrnuje tedy rizikovou prémii) a také o budoucím vývoji úrokových sazeb. Když investoři očekávají v budoucnu vyšší inflaci, požadují vyšší výnosy z dlouhodobých investic a křivka výnosů má prudce rostoucí trend. Pokud je křivka výnosů inverzní, inflační očekávání jsou nižší a zprostředkovaně tak sklon křivky výnosů odráží restriktivní monetární politiku. Tvar křivky výnosů může být použit i jako indikátor dynamiky ekonomiky. Výrazně rostoucí sklon křivky výnosů (volná monetární politika) by měl naznačovat, že budoucí výroba (produkt) bude (alespoň krátkodobě) růst.

Obrázek 6-3 zobrazuje výnosovou křivku krátkodobých úrokových sazeb na českém peněžním trhu (levá část) a výnosů českých státních dluhopisů (pravá část) ve třech obdobích (březen 2015, březen 2017 a březen 2019). Z grafů je patrné, jak se změnila všeobecná úroveň úrokových sazeb a zároveň je zachycen záporný výnos českého státního dluhopisu s dvouletou splatností v březnu 2017.



**Obrázek 6-3: Výnosové křivky na českém finančním trhu (v %)**

Zdroj: Vlastní zpracování za základě dat z databáze ARAD [online]. Dostupné z [https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.STROM\\_DRILL?p\\_strid=AE&p\\_lang=CS](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_DRILL?p_strid=AE&p_lang=CS), [vid. 30. 4. 2019].

## 6.3 Úrokové sazby ve finanční praxi

Ve finanční praxi se setkáváme s celou řadou úrokových sazeb, které se vyskytují na finančních trzích nebo jsou stanovovány finančními institucemi. S tím, jak finanční systém plní svou funkci transformace úspor na investice, dochází k zapůjčování finančních prostředků, které je bytostně spojeno s úrokovými sazbami. Úrokové sazby se tak dotýkají všech sektorů hospodářství a drtivě většiny ekonomických subjektů. V této kapitole se budeme podrobněji věnovat čtyřem skupinám úrokových sazeb. Jedná se o sazby centrální banky, sazby na mezibankovním peněžním trhu a sazby komerčních bank.

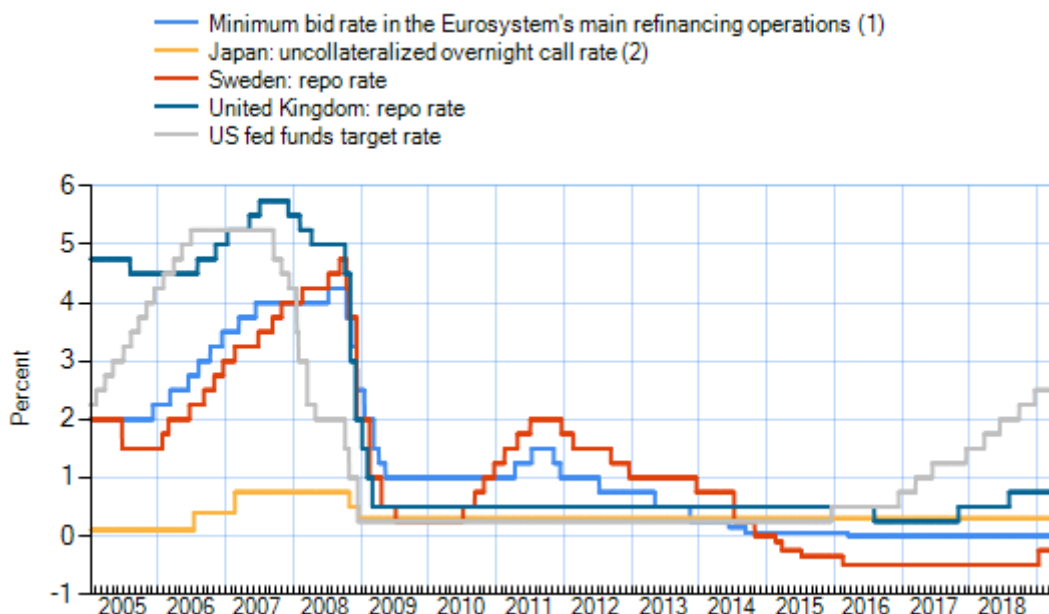
### 6.3.1 ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍ BANKY

Jak již víme z kapitoly o měnové politice, centrální banka při provádění měnové politiky nezávisle stanovuje výši určitých úrokových sazeb. Ty jsou pevně svázány s dalšími měnověpolitickými nástroji, při nichž centrální banka obchoduje s komerčními bankami. Úrokové sazby centrální banky patří mezi krátkodobé sazby, jejichž efekt se prostřednictvím transmisního mechanismu měnové politiky projevuje do změn krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu, sazeb nabízených komerčními bankami a v konečném důsledku i dlouhodobých úrokových sazeb například v podobě výnosu státních dluhopisů.

#### REPO SAZBA

Prakticky ve všech zemích centrální banka stanovuje tři základní úrokové sazby, a to repo sazbu, diskontní a lombardní sazbu. Z nich je daleko nejvýznamnější repo sazba, která je označována za základní úrokovou sazbu měnové politiky. Centrální banka se pokouší pomocí operací na volném trhu a stanovováním repo sazeb na tyto operace usměrňovat výši a vývoj peněžní zásoby a úrokových sazeb v ekonomice. Repo operace jsou krátkodobé transakce v řádu několika málo týdnů. V Česku je základní doba trvání těchto operací stanovena na 14 dní, proto je z hlediska měnové politiky chápána jako klíčová dvoutýdenní

repo sazba (2T repo sazba). Pro správné pochopení je nutné zdůraznit, že repo sazba obyčejně vyjadřuje maximální limitní sazbu, za kterou mohou být banky v repo tendru uspokojovány. V Česku se od výše repo sazby také od 28. dubna 2005 odvíjí výše zákonných úroků z prodlení (do té doby se odvíjela od diskontní sazby). Úroky z prodlení jsou totiž nastaveny tak, že odpovídají repo sazbě stanovené pro poslední den kalendářního pololetí, které předchází kalendářnímu pololetí, v němž došlo k prodlení, zvýšené o sedm procentních bodů. Silnou odezvu na změny repo sazby lze pozorovat zejména u úrokových sazeb mezibankovního peněžního trhu (kap. 6.3.2). Vývoj základní sazby klíčových světových centrálních bank zobrazuje Obrázek 6-4.



**Obrázek 6-4: Vývoj základních úrokových sazeb vybraných centrálních bank (v %, 2005 – 2019)**

Zdroj: Databáze Bank of Finland [online] Dostupné z [https://www.suomenpankki.fi/en/Statistics/interest-rates/charts/korot\\_kuviot/keskuspankkikorot\\_chrt\\_en/](https://www.suomenpankki.fi/en/Statistics/interest-rates/charts/korot_kuviot/keskuspankkikorot_chrt_en/), [vid. 30. 4. 2019].

Z grafu je patrných několik zajímavých aspektů. Po celé období lze pozorovat specifickou situaci Japonska, neboť základní sazba japonské centrální banky se pohybuje pouze v rozmezí 0 – 1 % a od roku 2009 je neměnná. U dalších zemí vidíme určitou míru synchronizace vyplývající z podobné reakce bank na vnější podmínky ve světové ekonomice. I přesto je evidentní, že centrální banka USA se vždy ke změně trendu ve vývoji základní úrokové sazby odhodlala jako první a ostatní banky následovaly s jistým zpožděním. Za zmínku stojí i velice rychlý a prudký propad úrokových sazeb všech zobrazených centrálních bank na přelomu let 2008 a 2009 v souvislosti s dopady globální finanční krize na finanční systém i reálnou ekonomiku. Pozoruhodná je i záporná úroková sazba švédské centrální banky zavedená v roce 2015.

## DISKONTNÍ SAZBA

Diskontní sazba byla v první polovině 20. století hojně využívána jako základní úroková sazba, za kterou si mohly obchodní banky půjčit peníze od centrální banky. Tato sazba tedy určovala základní hodnotu peněz na peněžních trzích a úroky obchodních bank se odvíjely od ní. V současnosti je diskontní sazba měnověpolitická úroková sazba, která zpravidla představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. Obvykle se využívá v rámci depozitní facility, v jejímž rámci si banky mohou u centrální banky krátkodobě (přes noc) uložit přebytečnou likviditu. Dolní mez představuje proto, že v sobě kombinuje nejkratší možnou termínovou splatnost a minimální riziko zosobněné centrální bankou. Banky by si totiž těžko ukládaly peněžní prostředky u jiných subjektů za stejnou nebo nižší sazbu než nabízí centrální banka.

## LOMBARDNÍ SAZBA

Lombardní sazba je úroková sazba, za kterou si obchodní banky mohou půjčit u centrální banky peníze oproti zástavě cenných papírů. Dříve se tato operace nazývala lombardním úvěrem, nyní se jedná o marginální zápůjční facilitu. V každém případě tyto transakce představují provozní úvěr, určený ke krytí krátkodobého a pouze přechodného nedostatku likvidity bank. Tomu odpovídá i relativně vysoká úroková sazba, za kterou je poskytován. Ve většině zemí je lombardní sazba obvykle stropem krátkodobých úrokových sazeb, protože úvěry za tuto sazbu se využívají jen dočasně za příliš nízké likvidity trhu. Analogicky jako je běžné ve světě, i v Česku je možno nabídnout jako zástavu pouze cenné papíry přesně vyjmenované centrální bankou v lombardním seznamu.

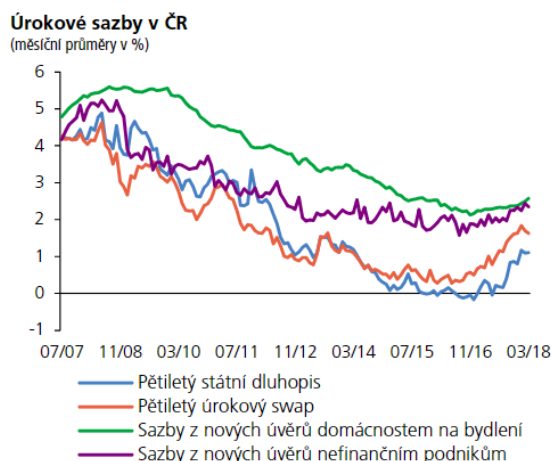


## PŘÍPADOVÁ STUDIE

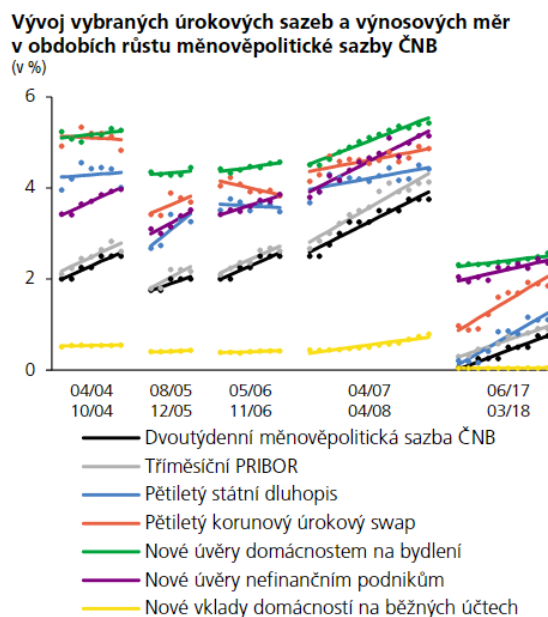
### VLIV ZMĚN ÚROKOVÝCH SAZEB ČNB NA DALŠÍ SAZBY

V roce 2017 zvýšila ČNB dvakrát svou hlavní měnověpolitickou sazbu. Na začátku roku 2018 v normalizaci měnové politiky dále pokračovala, když svou hlavní sazbu zvýšila dne 2. 2. 2018 na 0,75 %. Prognóza ČNB ze Zprávy o inflaci II/2018 předpokládá, že měnověpolitická sazba od přelomu let 2018/2019 dále poroste, její zpřísnění však může brzdit pokračující velmi uvolněná politika ECB. Klientské úrokové sazby a výnosové míry cenných papírů však setrvávají v české ekonomice na nízkých úrovních (Graf I) a růst hlavní měnověpolitické sazby následovaly pouze částečně a se zpožděním (Graf II). Na změny měnověpolitických sazeb (nárůst o 70 b.b.) v období 30. 6. 2017–31. 3. 2018 nejvíce zareagovaly výnosy českých státních dluhopisů (výnos pětiletého státního dluhopisu vzrostl o 90 b.b.). Naopak změna sazeb úvěrů domácnostem na bydlení a nefinančním podnikům byla v tomto období pouze mírná (nárůst o 26 b.b., resp. 30 b.b.).

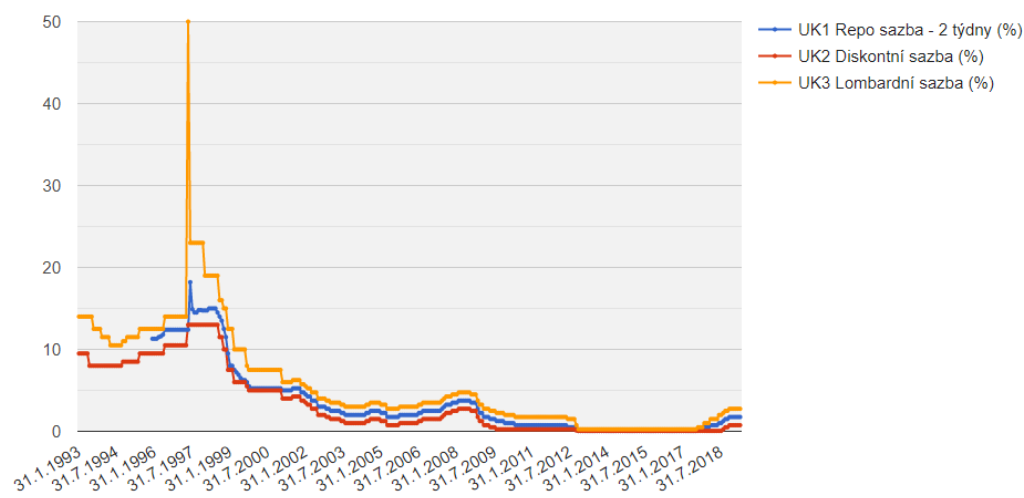
Graf I.



Graf II.



V Obrázku 6-5 je znázorněn vývoj všech tří měnověpolitických úrokových sazeb ČNB od vzniku Česka až do roku 2019. Je zcela nezpochybnitelné, že poslední roky jsou obdobím rekordně nízkých sazeb. Dne 1. 11. 2012 rozhodla bankovní rada ČNB o snížení dvouleté reposazby na 0,05 %. Tím se sazba nejenom dostala na rekordně nízkou úroveň, ale zároveň se jednalo o první změnu repo sazby s nestandardní velikostí. Doposud činila minimální změna 0,25 procentního bodu, avšak 1. 11. 2012 bylo rozhodnuto o poklesu o 0,20 procentního bodu. Zároveň se repo sazba poprvé dostala na stejnou hodnotu jako diskontní sazba. Opětovný nárůst úrokových sazeb ČNB byl odstartován v srpnu 2017, kdy bankovní rada ČNB rozhodla o navýšení repo sazby na 0,25 %. Od té doby do dubna 2019 proběhlo šest navýšení vždy o 0,25 procentního bodu.



**Obrázek 6-5: Vývoj úrokových sazeb ČNB (v %, leden 1993 – duben 2019)**

Zdroj: Databáze ARAD [online] Dostupné z [https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SE-STAVY?p\\_sestuid=158&p\\_strid=AEAA&p\\_lang=CS](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SE-STAVY?p_sestuid=158&p_strid=AEAA&p_lang=CS), [vid. 2. 5. 2019].

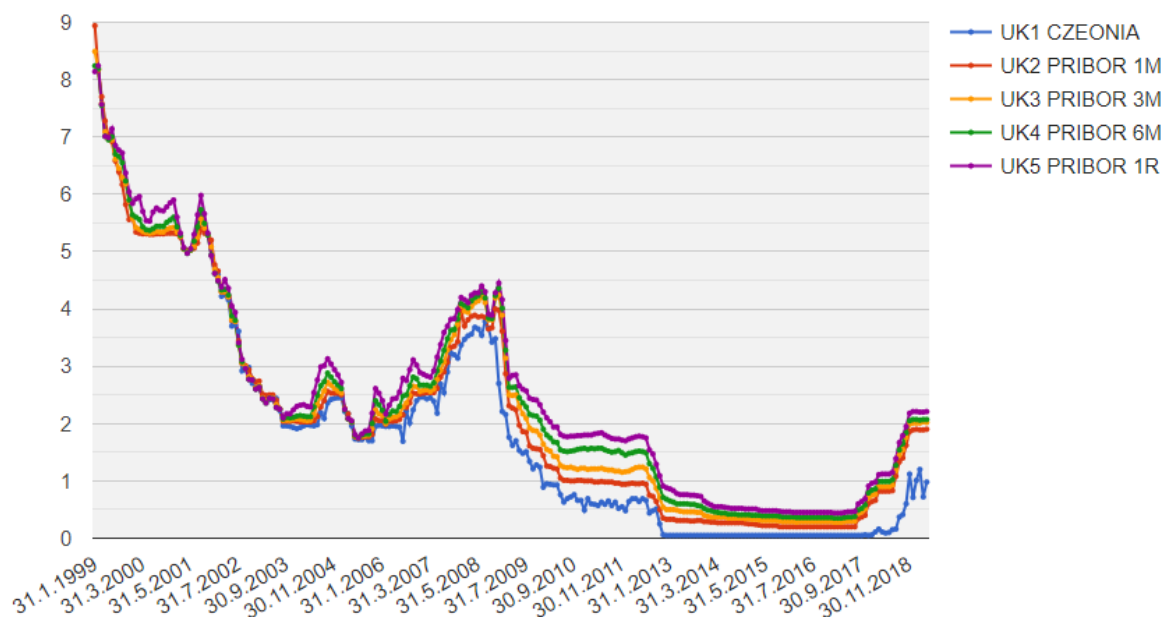
### 6.3.2 ÚROKOVÉ SAZBY MEZIBANKOVNÍHO TRHU DEPOZIT

Trh mezibankovních depozit patří mezi významné segmenty peněžního trhu. Na tomto trhu mezi sebou obchodují komerční banky a navzájem si poskytují volné finanční prostředky. Z podstaty je trh mezibankovních depozit krátkodobý, čili se splatností transakcí do jednoho roku, nicméně většina obchodů se realizuje s dobou splatnosti do jednoho týdne. Banky si na tomto trhu půjčují a vypůjčují peněžní prostředky především za účelem řízení likvidity a rezerv. Úroková sazba na mezibankovním trhu depozit tak představuje sazbu, za níž si banky poskytují krátkodobé úvěry. Představuje nejenom významnou referenční sazbu, ale má praktický význam i pro jiné subjekty než banky aktivní na mezibankovním trhu depozit. Zcela běžné je její využití jako základu pro pohyblivé úrokové sazby klientských úvěrů poskytnutých bankami. V podobném duchu jsou na sazbu mezibankovního trhu často navázány kuponové sazby dluhopisů. Empiricky dokázána je i vazba mezi sazbou mezibankovního trhu a pevnými úrokovými sazbami, které banky nabízejí svým klientům na depozitní i úvěrové produkty.

Z těchto důvodů je také úroková sazba na mezibankovní depozita velice pečlivě sledována a zveřejňována je i celá řada předpovědí jejího vývoje. Je-li úroková sazba na mezibankovním trhu depozit vysoká, potom bankám chybí likvidita a je velká potřeba úvěrů, banky mají nedostatek zdrojů. Je-li naopak úroková sazba na mezibankovním trhu depozit nízká, potom mohou hrozit deflační tendence. Sazba na trhu mezibankovních depozit je přitom tradičně mírně vyšší, než na trhu státních pokladničních poukázek.

V Česku se trh mezibankovních depozit začal rozvíjet jako jeden z vůbec prvních finančních trhů. K mezibankovnímu trhu se vztahuje i fixing úrokových sazeb, zveřejňovaný každý pracovní den ČNB a informující o referenčních úrokových sazbách PRIBOR (Prague Interbank Offered Rate), které představují referenční sazby pro prodej depozit s různými splatnostmi. Do června 2015 byla prováděna kotace i sazby PRIBID (Prague Interbank Bid Rate), která fungovala jako referenční sazba pro nákup depozit na mezibankovním trhu. Z logiky věci bylo jasné, že sazba PRIBOR je pro stejnou dobu splatnosti vyšší než PRIBID. Od července 2015 však z důvodu nepotřebnosti přestala být sazba PRIBID stanovována. Společně se sazbami PRIBOR počítá a zveřejňuje ČNB také referenční sazbu CZEONIA (Czech Overnight Index Average), která je váženým průměrem úrokových sazeb všech nezajištěných O/N (overnight) depozit uložených referenčními bankami na mezibankovním trhu. Vývoj vybraných úrokových sazeb na českém trhu mezibankovních depozit zachycuje Obrázek 6-6.





**Obrázek 6-6: Vývoj referenčních úrokových sazeb českého peněžního trhu (v %, leden 1999 – duben 2019)**

Zdroj: Databáze ARAD [online] Dostupné z [https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SE-STAVY?p\\_sestuid=22643&p\\_strid=AAAG&p\\_lang=CS](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SE-STAVY?p_sestuid=22643&p_strid=AAAG&p_lang=CS), [vid. 2. 5. 2019].

Mezibankovní trh depozit funguje na podobném principu ve všech tržních ekonomikách s dostatečně rozvinutým bankovním sektorem. Z tohoto důvodu se na světě vyskytuje i velké množství referenčních úrokových sazeb. Pro ilustraci jsou uvedeny jen některé z nich: LIBOR (Londýn, několik různých měn), EURIBOR (eurozóna), TIBOR (Tokio), CHIBOR (Peking), KORIBOR (Soul), SIBOR (Singapur), WIBOR (Varšava), Mexibor (Mexiko), BUBOR (Budapešť) nebo STIBOR (Stockholm).

### 6.3.3 ÚROKOVÉ SAZBY KOMERČNÍCH BANK

Úrokovými sazbami, s nimiž přichází do styku nejvíce ekonomických subjektů, jsou bezpochyby úrokové sazby komerčních bank. Klienti bank, kteří získají úvěr, jsou povinni bance kromě vypůjčené částky platit i úroky. Klienti využívající depozitní produkty naopak od banky úroky inkasují. Kromě klientských úrokových sazeb, jimž se budeme věnovat později, ale komerční banky používají pro své potřeby základní úrokovou sazbu.

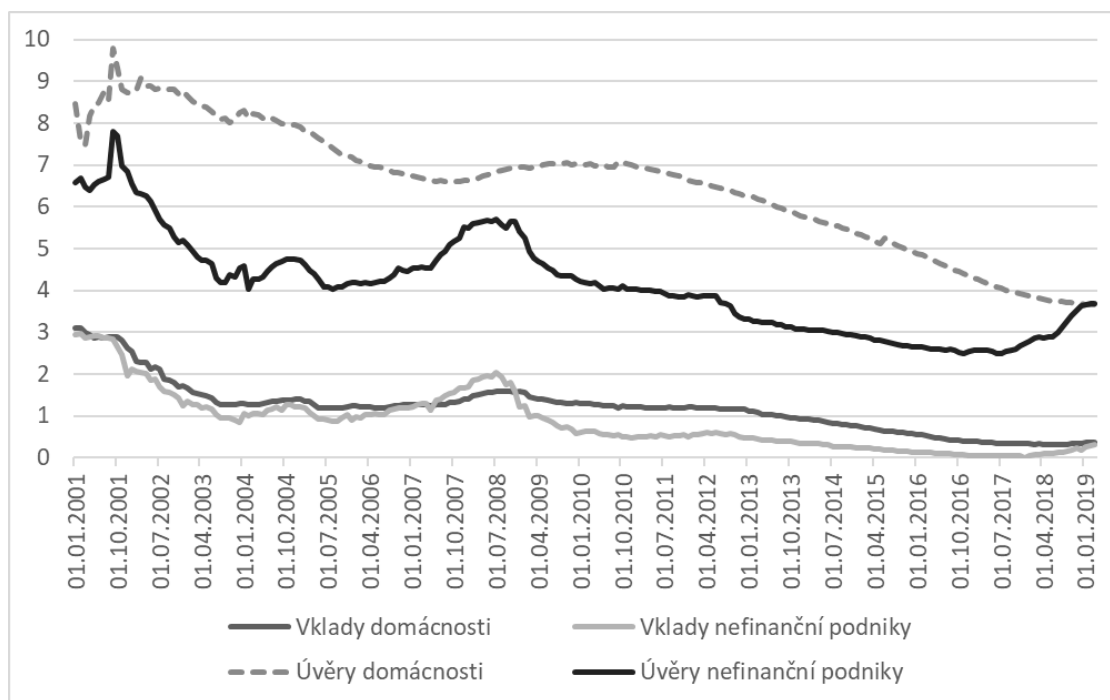
**Základní sazba banky** (referenční sazba) je pro fungování a hospodaření bank velmi významná. K ní je totiž vztažena rozhodující většina úrokových sazeb na depozita i z poskytovaných úvěrů. Je to taková sazba, která umožňuje bance pokrýt provozní náklady a současně získat dostatečný objem depozit. Vývoj základní sazby banky i její výše jsou vždy úzce spojeny s vývojem krátkodobých úrokových sazeb. Proto je také základní sazba banky poměrně často měněna.

**Úroková sazba na úvěry** je pro banku rovněž zásadní, protože přímo ovlivňuje výši úrokových výnosů, které tvoří nejvýznamnější součást celkových výnosů a promítají se i

do konečného zisku. Sazba na úvěry je vytvářena tak, že k základní sazbě banky je připočtena marže, odvozená od rizika a doby splatnosti. Je tedy zřejmé, že banky vyhodnocují každý úvěrový případ individuálně a konkrétní úroveň úrokové sazby je výsledkem posouzení bonity klienta a charakteru úvěru. Marže závisí také na zárukách, které jsou bance poskytnuty. Proto také velké společnosti, které mají u banky dlouhodobě vedený účet a banka má přehled o jejich hospodaření, dostávají úvěry za sazby jen mírně vyšší, než je základní sazba banky. Ostatní klienti potom platí úrokové sazby výrazně vyšší. Za přečerpání úvěru aj. bankou nepovolené transakce je úroková sazba velice vysoká, často 10 – 100 % nad základní sazbou banky. Výše úrokových sazeb je ovlivňována i objemem poskytovaného úvěru. V případě úvěrů nad určitou částku může být na dlužníkovi požadována vyšší sazba. Na druhé straně jsou větší úvěry méně pracné a klient, zvláště stálý klient banky, může získat v takovém případě slevu, resp. platit nižší úrok.

**Úroková sazba na depozita** je více standardizovanou úrokovou sazbou než sazba na úvěry. Banka zpravidla úrokové sazby na depozitní produkty vyhlašuje a jsou platné pro všechny klienty. Výše úrokové sazby se v tomto případě odvíjí od termínu splatnosti či výpovědní lhůty vkladu a jeho výše. Obecně platí, že dlouhodobější vklady o větším objemu jsou úročeny vyšší úrokovou sazbou. Depozitní úrokové sazby jsou rovněž, i když volněji, navázány na základní sazbu banky a obvykle jsou o několik procentních bodů nižší než základní sazba. Individuálně stanovované úrokové sazby banky nabízejí zejména nejlepším a dlouhodobým klientům. Čistý úrok, vyplácený klientům z vkladů je nižší, než zveřejněná sazba z uložení depozit. Banky jsou povinny současně s připsáním odpovídajícího úroku srazit daň, v Česku v současné době (polovina roku 2009) podle § 4 zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve výši 15 %. V Obrázku 6-7 je zobrazen vývoj průměrných úrokových sazeb na depozitní a úvěrové obchody bank s domácnostmi a nefinančními podniky.

Periodu úročení (tedy období, za které je připisován úrok) lze v zásadě stanovit buď ročně, nebo pololetně, čtvrtletně, měsíčně nebo denně. V bankovní praxi jsou klientům obvykle počítány úroky z úvěrů denně a obvykle jsou na účet připisovány měsíčně, čtvrtletně či pololetně. Analogicky u vkladů je obvykle úrok připisován měsíčně, čtvrtletně, pololetně nebo ročně. Existují přitom dvě možné základní varianty: úrok se připisuje za měsíc, čtvrtletí nebo kalendářní rok bez ohledu na to, v jakém období byl sjednán, nebo se připisuje po jednom měsíci, čtvrtletí nebo roce od data uložení peněz. Frekvence (perioda) úročení má závažný vliv na výši výnosů vkladu, resp. výši nákladů úvěru. Odráží se v efektivní roční úrokové míře (EAIR – Effective Annual Interest Rate).



**Obrázek 6-7: Vývoj průměrných úrokových sazeb českých bank na vklady a úvěry (v %, leden 2001 – duben 2019)**

Zdroj: Databáze ARAD [online] Dostupné z [https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.STROM\\_SE-STAVY?p\\_strid=AAABBA&p\\_sestuid=&p\\_lang=CS](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_SE-STAVY?p_strid=AAABBA&p_sestuid=&p_lang=CS), [vid. 2. 5. 2019].

**Efektivní úroková míra** se zvyšuje s rostoucí frekvencí úročení. Například pro vkladatele to pak znamená, že čím častější bude připisování úroků na jeho účet, tím více úroků z úroků se vytvoří a výsledné celkové zhodnocení bude vyšší. EAIR lze vypočítat na základě následujícího vztahu:

$$EAIR = \left[ \left( 1 + \frac{i}{n} \right)^n - 1 \right] \quad (6.6)$$

kde  $i$  je nominální úroková sazba v ročním vyjádření a  $n$  počet úrokových období v roce neboli vyjádření, kolikrát za rok dojde k připsání úroků. Pro čtvrtletní úročení je pak  $n = 4$  a pro měsíční úročení  $n = 12$ .

Kromě samotných úrokových sazeb se klienti bank i dalších finančních institucí poskytujících půjčky a úvěry setkávají ještě s jedním ukazatelem, který se nazývá **roční procentní sazba nákladů** (RPSN). RPSN udává procenta z dlužné částky, které musí spotřebitel zaplatit za období jednoho roku v souvislosti s úvěrem či půjčkou, jejich správou a dalšími výdaji spojenými s jejich čerpáním, tedy veškeré náklady, které jsou s konkrétní půjčkou spojeny. Zde tedy vidíme rozdíl mezi úrokem a RPSN. Úrok ukazuje pouze a jen cenu vypůjčených peněz, nejsou v něm tedy zahrnuty ostatní náklady, kdežto RPSN v sobě nese veškeré náklady s půjčkou či úvěrem spojené. Mezi takové náklady můžeme zařadit například poplatky za uzavření smlouvy (administrativní poplatky), poplatky za správu úvěru, poplatky za vedení účtu, poplatky za převody peněžních prostředků, první navýšená splátka (ne zcela správně nazývaná akontace), pojištění schopnosti splácet apod. I přes

velmi rozdílné podmínky půjček lze prostřednictvím RPSN půjčky mezi sebou velmi jednoduše a efektivně srovnávat a stanovit jejich výhodnost pro klienta. V zájmu zvyšování ochrany spotřebitele je v Česku od 1. ledna 2002 povinnost (s určitými výjimkami) RPSN u půjček a úvěrů uvádět. Pokud poskytovatel tuto povinnost nesplní, hrozí mu od dozorových orgánů sankce. Obdobnou povinnost mají i poskytovatelé v ostatních zemích EU, jak vyplývá ze směrnice 98/7/ES.



### SAMOSTATNÝ ÚKOL

Proveďte průzkum nabídky 10 libovolných bank působících v Česku a zjistěte aktuální úrokovou sazbu na spořicích účtech bez výpovědní lhůty. Porovnejte nabídky a vyberte banku s nejvyšším zhodnocením. Dále zjistěte aktuální míru meziroční inflace a vypočtete, jaký reálný výnos daný spořicí účet nabízí.



### OTÁZKY

1. Jaký je rozdíl mezi nominální a reálnou úrokovou sazbou?
2. Jak se nazývají dva základní tvary výnosové křivky?
3. Vyjmenujte úrokové sazby České národní banky a určete, která z nich je nejdůležitější.
4. Na jakém trhu se používá sazba PRIBOR?
5. Proč je úroková sazba na depozita nižší než úroková sazba na úvěry?
6. Co zohledňuje efektivní úroková sazba?



### SHRNUTÍ KAPITOLY

Úrokové sazby patří ke klíčovým ekonomickým veličinám se zásadním vlivem na chování a rozhodování domácností i firem. Úrokové sazby ovlivňují také fungování a hospodaření bank a dalších finančních institucí a tím i celkovou finanční stabilitu. Úrok je cena za poskytnutí finančních prostředků a vyjadřuje se jako rozdíl mezi částkou vrácenou za poskytnutý úvěr (úrok a splacený úvěr) a výší úvěru. Podíl úroku k zapůjčené částce je úroková míra, která je obvykle vyjadřována v procentech na roční bázi. Úroková míra v jednotlivých konkrétních transakcích se nazývá úroková sazba. V ekonomické praxi je nutné rozlišovat mezi nominálními a reálnými úrokovými sazbami, přičemž ty reálné jsou pro rozhodování ekonomických subjektů důležitější. Reálnou úrokovou sazbu získáme, pokud od nominální sazby odečteme míru inflace.

Struktura úrokových sazeb je ovlivněna celou řadou faktorů, především rizikem, likviditou a dobou splatnosti finančních dokumentů. Základem všech úrokových sazeb je bezriziková úroková míra, která je zpravidla odvozena od výnosu státních pokladničních poukázek. K tomuto základu se následně připočítávají další součásti výsledné úrokové sazby v podobě premií a přírážek vyplývajících z rizika a splatnosti případně dalších faktorů předmětné transakce. Vliv času na výši úrokových sazeb je zachycen ve výnosové křivce. V tradičních a běžných podmínkách je výnosová křivka rostoucí a má tak normální tvar. Úrokové sazby (výnosy) však mohou mít v závislosti na době splatnosti (času) také klesající trend a ten je zachycen v inverzní výnosové křivce.

Ve finanční praxi rozlišujeme tři hlavní kategorie úrokových sazeb, a to sazby centrální banky, sazby mezibankovního trhu depozit a sazby komerčních bank. Pokud bychom si úrokové sazby centrální banky ilustrovali na příkladu ČNB, tak zjistíme, že jsou stanovovány tři úrokové sazby. Jedná se o repo sazbu, diskontní sazbu a lombardní sazbu. Všechny jsou spojeny s konkrétními nástroji měnové politiky, nicméně zcela nejdůležitější je repo sazba, která se ve standardních podmínkách svou výší nachází mezi diskontní (nejnižší) a lombardní (nejvyšší). Změny úrokových sazeb centrální banky se následně projevují i v dalších úrokových sazbách v ekonomice. Úrokové sazby mezibankovního trhu depozit jsou používány v obchodech mezi bankami, v nichž si navzájem poskytují volné finanční prostředky. Dále se tyto sazby mohou používat jako referenční pro úročení bankovních úvěrů nebo stanovení výnosů dluhopisů. V Česku je klíčovou sazbou mezibankovního trhu PRIBOR, který se každý pracovní den stanovuje pro několik základních splatností. Komerční banky ve své činnosti používají celou řadu úrokových sazeb, zejména pak pro své depozitní a úvěrové produkty. Zatímco úrokové sazby na depozita jsou většinou standardizované, pro půjčky a úvěry se sazby stanovují individuálně na základě posouzení potenciálního dlužníka. Z logiky bankovního podnikání bývají úrokové sazby na úvěry vyšší než úrokové sazby na depozita, což bankám umožňuje vytvářet zisk. Při využívání finančních služeb je vhodné rovněž rozumět efektům frekvence úročení a připisování úroků, což zohledňuje efektivní úroková sazba a také celkovým nákladům spojeným s využíváním půjčky, které vyjadřuje roční procentní sazba nákladů (RPSN).

## ODPOVĚDI



1. Reálná úroková sazba je očištěna o inflaci a ukazuje, o kolik se změnila kupní síla úročených finančních prostředků.
2. Dva základní tvary výnosové křivky se nazývají normální výnosová křivka a inverzní výnosová křivka.
3. Česká národní banka stanovuje tyto sazby: repo sazba, diskontní sazba a lombardní sazba. Nejvýznamnější z nich je repo sazba.

4. Úroková sazba se používá na českém mezibankovním trhu depozit, kde si banky půjčují a vypůjčují peněžní prostředky především za účelem řízení likvidity a rezerv.
  5. Cílem bankovního podnikání je zisk. Nejvýznamnější část aktivit bank je přijímání depozit a poskytování úvěrů. Jelikož úroky vyplacené na depozita jsou pro banku nákladem a úroky přijaté z úvěrů jsou výnosem, je nezbytné, aby úroková sazba na úvěry převyšovala sazbu na depozita.
  6. Efektivní úroková sazba zohledňuje frekvenci úročení a periodu připsování úroků. Čím častější úročení, tím vyšší efektivní úroková sazba.
-

## 7 FINANČNÍ DOKUMENTY

### RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY



V této kapitole si probereme základní aspekty finančních dokumentů. Po úvodu z historie finančních dokumentů si ukážeme, jaké náležitosti musí povinně splňovat cenné papíry, ať již jsou vydávány v tradiční listinné podobě nebo v současnosti stále více rozšířené zaknihované (elektronické) podobě. Pro existenci cenných papírů je klíčová jejich emise. Objasníme si tedy, jaká pravidla musí emitent splňovat před i po emisi cenných papírů. V další části kapitoly si pak cenné papíry roztřídíme podle několika základních hledisek. Za stěžejní můžeme považovat ztělesněné právo, převoditelnost, charakter výnosů nebo investiční parametry.

### CÍLE KAPITOLY



- Pochopit princip finančních dokumentů a naučit se hlavní mezníky jejich historického vývoje.
- Určit povinné náležitosti cenných papírů.
- Vysvětlit rozdíl mezi listinnou a zaknihovanou podobou cenného papíru.
- Popsat proces hromadné emise cenných papírů.
- Definovat základní kritéria klasifikace cenných papírů.
- Naučit se rozdělit a popsat cenné papíry do různých kategorií.
- Vysvětlit princip investičního trojúhelníku a seřadit podle něj cenné papíry.

### KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY



Finanční dokumenty, cenné papíry, emitent, listinná podoba, zaknihovaná podoba, náležitosti cenných papírů, ISIN, plášť, kupónový arch, talón, emise cenných papírů, prospekt emitenta, informační povinnost emitenta, klasifikace cenných papírů, majetkové cenné papíry, dlužnické cenné papíry, krátkodobé cenné papíry, dlouhodobé cenné papíry, cenné papíry na doručitele, cenné papíry na jméno, cenné papíry na řad, veřejně obchodovatelné a neobchodovatelné cenné papíry, investiční trojúhelník, riziko, likvidita, výnos.

Finanční dokumenty jsou dalším ze základních stavebních kamenů finančního systému. Finančními dokumenty rozumíme různorodé formy dokladů a záznamů, kterými je dokumentována existence finančních závazků. Pro držitele (majitele) dokumentu je finanční dokument aktivem neboli pohledávkou. Pro vydatele (emitenta) dokumentu naopak finanční dokument znamená pasivum neboli závazek či dluh. Finanční dokumenty jsou často považovány za cenné papíry a oba pojmy jsou chápány jako zcela rovnocenné. I když cenné papíry bezpochyby představují klíčovou a nejvýznamnější součást finančních dokumentů, nejsou to všechny finanční dokumenty, které se ve finančním systému vyskytují. V našem pojetí tak finanční dokumenty znamenají širší skupinu finančních nástrojů než cenné papíry.

Mezi finančními dokumenty a dalšími prvky finančního systému (kapitola 2.1) existují velice úzké vazby. Finanční dokumenty jsou ve velkých objemech emitovány a následně obchodovány na finančních trzích. Finanční instituce jsou významnými držiteli i emitenty finančních dokumentů, zároveň s finančními dokumenty aktivně obchodují na finančních trzích. Do obchodování s vybranými druhy cenných papírů je v rámci provádění měnové politiky zapojena i centrální banka. A konečně podmínky emise i obchodování finančních dokumentů jsou předmětem státní regulace a dohledu.

Finanční dokumenty resp. cenné papíry začaly vznikat již ve starověku v době alexandrijské, kdy dlužník potvrzoval bankéři svůj závazek vystavením a podepsáním dlužního úpisu. Pokud bankér vklad přijal, vydával oproti vkladu potvrzení o jeho přijetí. Další rozvoj je spjat až s obdobím středověku v 11. až 13. století, v době realizace velkých knížecích výprav, které si žádaly vysoký objem finančních prostředků. Do oběhu se tak dostávají například generální úvěrové listy, které vydávají jen církevní a světští hodnostáři (králové, knížata, papež). Výstavce cenného papíru se tímto zavazoval splatit půjčku včetně úroků těm, kteří mu ji poskytli. Cenné papíry byly zároveň zaručeny majetkem emitenta. Emitované cenné papíry se staly i předmětem obchodování před dobou splatnosti a běžně v průběhu trvání měnily své majitele. Další rozvoj cenných papírů se datuje do období po objevení Ameriky a dalších zámořských oblastí. Finanční prostředky nezbytné pro rozvoj kolonizace, stavbu zaoceánských lodí a expanzi zahraničního obchodu s koloniálními oblastmi byly mimo jiné získávány i emisí cenných papírů.

Další významný pokrok nastal v období průmyslové revoluce v 18. a zejména 19. století. Ekonomický boom byl spojen i s rozvojem bankovního sektoru a finančních trhů. Nově vznikající podniky byly často zakládány ve formě akciové společnosti, což způsobilo zvýšený objem emitovaných akcií a rozvoj obchodu s nimi. Ve 20. století pokračoval nastoupený rozvojový trend, který byl ovšem zastaven velkou hospodářskou krizí v 30. letech. Druhá polovina 20. století je charakteristická objevování a zaváděním moderních informačních technologií, výpočetní techniky či elektronických obchodních mechanismů. Emise a obchodování s cennými papíry se stalo rychlejší, efektivnější a jednodušší. Zároveň se odstranily bariéry mezinárodního pohybu kapitálu a národní trhy se s různou intenzitou zapojily do trhů mezinárodních a globálních.



Konec 20. století a počátek 21. století byl zase charakteristický výskytem a rozvojem mnoha různých inovací v oblasti finančních dokumentů. Do oběhu začaly být vydávány velice složitě strukturované a konstruované finanční dokumenty, u nichž se vytrácela ekonomická podstata a stávaly se především nástrojem spekulace na finančních trzích a možností realizace značných výnosů. Tyto inovace finančních dokumentů byly ve velké míře spojeny i s globální finanční krizí, jež vypukla v roce 2008.

## 7.1 Základní charakteristika a emise cenných papírů

Obecná právní úprava je obsažena v ustanovení § 514 občanského zákoníku, který vedle legální definice cenného papíru, upravuje také formu cenného papíru, vydávání cenného papíru, dále obsahuje právní úpravu zaknihovaných cenných papírů a jejich možné přeměny. Naopak se upouští od speciálních smluvních typů ohledně cenných papírů a nově se tak budou uplatňovat obecná ustanovení jednotlivých smluvních typů v občanském zákoníku.

Úprava jednotlivých druhů cenných papírů je pak dále obsažena v následujících předpisech:

- zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích (úprava smluv týkajících se cenných papírů, úprava cenných papírů souvisejících s akciovou společností – akcie, zatímní listy, opční listy, dluhopisy, náložní listy, skladištní listy),
- zákon č. 191/1950 Sb., zákon směnečný a šekový,
- zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech,
- zákon č. 307/2000 Sb., o zemědělských skladních listech a zemědělských veřejných skladech a o změně některých souvisejících zákonů, (úprava zemědělských skladních listů),
- zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

Problematiky cenných papírů se dále dotýkají zejména zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, který upravuje podmínky poskytování služeb v oblasti kapitálového trhu, ochranu kapitálového trhu a investorů a veřejnou nabídku cenných papírů, zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, či zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance a zákon č. 292/2013 Sb., o zvláštních řízeních soudních, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o zvláštních řízeních soudních“) řízení o umoření listin.

Jak je patrné z historického úvodu kapitoly, většina finančních dokumentů byla tradičně vydávána v materializované podobě a po celá staletí byla existence listiny spojena s právním nárokem věřitele na budoucí důchod a aktiva dlužníka. Listina tak byla nenahraditelná pro vznik, existenci, převod i zánik nároku. Takové cenné papíry označujeme jako konstitutivní. Existuje-li právní nárok věřitele nezávisle na existenci cenného papíru, jedná se o deklaratorní cenné papíry.

V poválečném období se stále více začínají používat právě deklaratorní finanční dokumenty, k nimž patří i cenné papíry v dematerializované podobě. Ty existují jako zápisy na účtech klientů a k prokázání příslušných vlastnických nároků je třeba prokázat se jako příslušná osoba s tím, že tato osoba je jako vlastník vedena v registru společnosti nebo finanční či jiné instituce, která registr vede. V Česku jsou tyto cenné papíry nazývány podle platných zákonných norem zaknihovanými cennými papíry. Hlavní institucí v Česku zodpovědnou za vedení evidence zaknihovaných cenných papírů a jejich majitelů je Středisko cenných papírů.

### 7.1.1 NÁLEŽITOSTI CENNÝCH PAPIRŮ

Z důvodů značných rozdílů v podstatě a konstrukci různých typů cenných papírů se vzájemně odlišují i jejich povinné náležitosti. Ty jsou zpravidla definovány v konkrétní právní normě. Například náležitosti akcie jsou vyjmenovány v obchodním zákoníku (Případová studie) náležitosti směnek a šeků v zákoně směnečném a šekovém, náležitosti podílových listů v zákoně o investičních společnostech a investičních fondech nebo náležitosti dluhopisů v zákoně o dluhopisech. I přesto ale existují náležitosti, které jsou společné pro všechny cenné papíry.



#### PŘÍPADOVÁ STUDIE

#### NÁLEŽITOSTI AKCIE

Akcie musí podle platných právních předpisů obsahovat:

- a) firmu a sídlo společnosti,
- b) jmenovitou hodnotu,
- c) označení formy akcie, u akcie na jméno firmu, název nebo jméno akcionáře,
- d) výši základního kapitálu a počet akcií k datu emise akcie,
- e) datum emise.

Listinná akcie musí obsahovat i číselné označení a podpis člena nebo členů představenstva, kteří jsou oprávněni jménem společnosti jednat k datu emise. Zaknihovaná akcie musí obsahovat číselné označení v případech, kdy to stanoví zákon. Je-li vydáno více druhů akcií, musí akcie obsahovat označení druhu a listinné akcie musí obsahovat i určení práv s nimi spojených alespoň odkazem na stanovy. Kmenové akcie nemusí označení druhu obsahovat.

---

Listinné cenné papíry musejí být vytištěny v tiskárně cenných papírů a mít odpovídající ochranné prvky. V Česku jsou tiskárny cenin licencovány Ministerstvem financí na základě

splnění všech předepsaných podmínek. Listinné cenné papíry českých emitentů ovšem mohou být vytištěny i zahraničí. Dalším povinným prvkem cenných papírů je jednoznačná identifikace na základě přiděleného jedinečného kódu ISIN (International System of Identification Numbers). ISIN představuje 12místný alfanumerický kód, který umožňuje nejjednodušší určení příslušného cenného papíru a jeho odlišení od jiných cenných papírů, stejně jako od jiných emisí téhož emitenta. První dvě místa kódy jsou vyhrazena pro identifikaci země emitenta. Cenné papíry vydané v České republice tak obsahují zkratku CZ (pro Československo se používala zkratka CS). Dalších devět znaků ISIN je číselný kód cenného papíru, z něhož lze mj. vyčíst, o jaký typ cenného papíru se jedná. Poslední cifra ISIN je kontrolní číslice. Některé emise cenných papírů (jedná se většinou o podílové listy některých fondů) mají namísto ISIN přidělen SIN (Securities Identification Number), který je rovněž dvanáctimístný, avšak první dva znaky jsou rovněž číselné (77).

Pokud je cenný papír vydán v tradiční materializované podobě, musí obsahovat všechny povinné části. V případě akcie rozlišujeme tři části: plášť potvrzující vlastnický podíl na akciové společnosti, kupónový arch sloužící k výplatě dividendy a talon (obnovovací list) sloužící k vydání nového kupónového archu po vyčerpání kupónů dřívějšího archu. Na všech částech akcie musí být uvedeny základní náležitosti. Listinný dluhopis má dvě části: vlastní dlužnický úpis (plášť) a kuponový arch. Plášť představuje osvědčení o finančním závazku emitenta (dlužníka) vůči majiteli dluhopisu (věřiteli) a všechny povinné náležitosti dle zákona. Kuponový arch slouží k vybírání kupónových plateb, každý kupon obsahuje kromě ISIN a emitenta číslo a sérii cenného papíru, jeho název, pořadové číslo, datum a splatnost kupónu. V posledních letech jsou dluhopisy stále častěji vydávány bez kupónového archu jako registrované dluhopisy (registered bonds). Jejich vlastníci mají v den výplaty kupónu obvykle automaticky připsánu hodnotu kupónu na svůj bankovní účet.

### 7.1.2 EMISE CENNÝCH PAPÍRŮ

Podmínky emise cenných papírů i jejich technické náležitosti jsou regulovány legislativně. Emise cenných papírů vyžaduje předem souhlas příslušných orgánů (v Česku je to ČNB), vstupní informace o emitentovi i o cenném papíru a dále poskytování průběžných informací o významných změnách ve firmě i o výsledcích jejího hospodaření. Další požadavky a náležitosti cenného papíru jsou stanoveny v případě, že emitent požaduje, aby cenný papír byl obchodován na burze, případně na jiném veřejném trhu.

Předpokladem emise cenných papírů je především informování veřejnosti o cenném papíru (charakteristika cenného papíru), stejně jako o emitentovi (subjektu, který cenný papír emituje). V Česku je tento požadavek naplňován prospektem emitenta cenného papíru. Prospekt musí obsahovat veškeré údaje, které jsou nezbytné pro investory k posouzení nabízeného cenného papíru a práv s ním spojených, rizik spojených s investicí, majetku a závazků emitenta, jeho zisků a ztrát, budoucího vývoje podnikání a finanční situace. Součástí prospektu emitenta musí potom být podrobná charakteristika cenného papíru. Investor hodlá investovat do toku budoucích zisků společnosti a v řadě případů je prospekt emitenta

prvním a po určitou dobu jediným dokumentem, který emitenta prezentuje. Proto na něm tolik záleží nejen z hlediska obsahového, ale i formálního.

Jistým problémem z důvodu neexistující státní regulace mohou být emise dluhopisů v celkovém objemu do 1 milionu eur. Od roku 2012 už ČNB neschvaluje jejich podmínky a dluhopis může vydat prakticky kdokoli i bez prospektu emitenta. Takových emisí jsou na českém finančním trhu stovky a jejich emitenti jsou velice různorodí. Neregulované mohou být také emise neveřejných dluhopisů, které jsou nabízeny pro méně než 150 investorů.

Investora, stejně jako orgány dohledu a burzu však zajímají i všechny významné změny, ke kterým u emitenta dojde v době držby cenného papíru, a o výsledcích jeho hospodaření (včetně výplaty dividend). V Česku byla plněna informační povinnost emitentů velice špatně, mj. proto, že nebyl legislativně stanoven termín, do kterého měl emitent svoji informační povinnost splnit. Novela zákona o cenných papírech upravuje od roku 1998 odpovídající lhůty a vyžaduje podání zprávy o výsledcích hospodaření za příslušný rok a o finanční situaci emitenta nejpozději do tří měsíců po skončení kalendářního roku. Pokud není hotov audit, tak s výsledky neauditovanými. Zákon rovněž zvýšil frekvenci podávání informací na dvakrát ročně: nejdéle do jednoho měsíce po skončení prvního pololetí je emitent veřejně obchodovatelného cenného papíru povinen uveřejnit zprávu o výsledcích svého hospodaření za první pololetí obsahující údaje v rozsahu výsledovky a rozvahy za toto období. Výroční a pololetní zprávy emitentů kótovaných cenných papírů v Česku jsou k dispozici mj. na webových stránkách ČNB.

## 7.2 Klasifikace cenných papírů

Cenné papíry a finanční dokumenty obecně lze členit podle celé řady klasifikačních kritérií. Jelikož vždy je pro klasifikaci použito pouze jedno kritérium, je evidentní, že výsledky budou různé a závěry klasifikace není možno směšovat. Jinými slovy to znamená, že cenné papíry, jež se budou vzájemně lišit podle jednoho kritéria, si mohou být podobné na základě kritéria jiného. K nejvýznamnějším hlediskům klasifikace finančních dokumentů můžeme zařadit:

- ztělesněné právo,
- termín splatnosti,
- způsob emise,
- převoditelnost,
- obchodovatelnost,
- charakter výnosů,
- výnos, riziko a likvidita.

Klasifikace cenných papírů podle ztělesněného práva je nejtypičtějším a nejvýznamnějším způsobem členění. V tomto smyslu rozlišujeme cenné papíry majetkové (vlastnické), dlužnické a dispoziční. Majetkové cenné papíry odrážejí vlastnické a rozhodovací právo,

kteřé plyne z podílu vloženého kapitálu do obchodní společnosti. Obvykle nezakládají nárok na výnos z tohoto kapitálu v podobě dividend a podílů na zisku a ani na vrácení vloženého kapitálu. Mezi majetkové cenné papíry řadíme především akcie, dále pak podílové listy, zatímni listy nebo kuksy. Dlužnické cenné papíry vyjadřují úvěrový vztah mezi dlužníkem (emitentem) a věřitelem (investorem), v němž se dlužník zavazuje ve lhůtě splatnosti odkoupit dlužnický cenný papír a vyplatit úrok. Dlužnické cenné papíry tedy zakládají nárok na vrácení vloženého kapitálu. K dlužnickým cenným papírům patří zejména dluhopisy (obligace), dále směnky, pokladniční poukázky, depozitní certifikáty, vkladní knížky aj. V dispozičních cenných papírech je vyjádřeno, komu patří určité zboží a kdo má právo s tímto zbožím disponovat. Tyto cenné papíry nepředstavují investiční instrument, nýbrž ztělesňují právo na určitou věc. K hlavním zástupcům dispozičních cenných papírů patří náložné listy, skladištní listy nebo konosamenty.

Z hlediska termínů splatnosti je možno finanční dokumenty rozdělit na krátkodobé a dlouhodobé. K dlouhodobým finančním dokumentům patří cenné papíry, jejichž termín splatnosti je delší než 1 rok, resp. nemají (jako akcie) termín splatnosti. S takovými cennými papíry se obchoduje na kapitálovém trhu. Vzhledem k dlouhodobosti jak závazku, tak plateb jsou mnohem rizikovější investicí, než krátkodobé cenné papíry a také jejich kurzy obvykle podléhají větším výkyvům, než kurzy krátkodobých cenných papírů. Veškeré platby i případná splátka nominální hodnoty krátkodobého cenného papíru se uskuteční v průběhu 1 roku. S krátkodobými cennými papíry se obchoduje na peněžním trhu.

Z hlediska způsobu emise můžeme rozlišit cenné papíry hromadně vydávané a individuálně vydávané. Zatímco hromadně vydávané cenné papíry jsou emitovány v početných sériích, individuálně vydávané papíry jsou obvykle emitovány po jednotlivých kusech. Hromadně vydávané cenné papíry slouží k získání či navýšení základního kapitálu akciové společnosti (akcie), ke krytí schodku státního rozpočtu (státní dluhopisy, pokladniční poukázky) nebo k mobilizaci zdrojů pro hospodářské jednotky (firemní a bankovní dluhopisy). Individuálně vydávané cenné papíry ztělesňují individuální pohledávky vůči výstavci těchto listin, patří k nim např. směnky, zástavní listy nebo vkladní knížky.

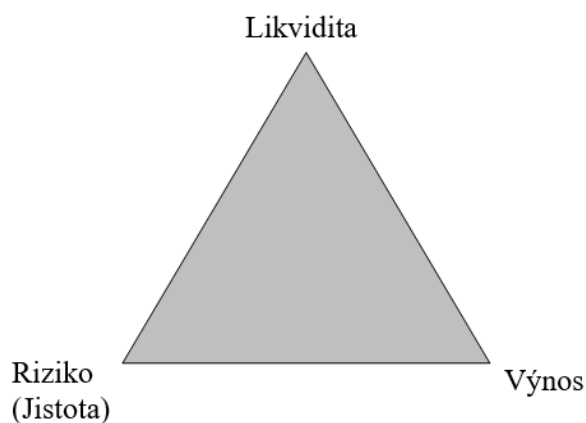
Z hlediska převoditelnosti můžeme dělit cenné papíry na tři základní skupiny. Cenné papíry na doručitele (na majitele) jsou převoditelné pouhým předáním a za vlastníka je považován ten, kdo předloží cenný papír (materializovaná podoba) nebo dokument potvrzující jeho vlastnictví (zaknihovaný cenný papír). Další skupinou jsou cenné papíry na jméno (rektapapíry), které vyžadují, aby o převodu byl uvědomen emitent. Převod se uskutečňuje cesí, což je speciální smlouva o postoupení práv spojených s příslušným cenným papírem. Posledním typem jsou cenné papíry na řad (order securities), které vyznačují oprávněnou osobu jménem (firmou) s doložkou na řad. Převod se uskutečňuje písemným prohlášením, zpravidla na rubu cenného papíru a proto se nazývá rubopis (indosament). V praxi může existovat celá řada variant převoditelnosti.

S výše uvedenou klasifikací cenných papírů souvisí i klasifikace z hlediska jejich obchodovatelnosti na cenné papíry veřejně obchodovatelné a veřejně neobchodovatelné. Ve-

řejně obchodovatelné cenné papíry jsou obchodovány na burze či jiném veřejném finančním trhu, u veřejně neobchodovatelných cenných papírů tomu tak není. K veřejné obchodovatelnosti cenného papíru je třeba, aby splňoval zákonem a příslušným obchodním místem stanovené náležitosti a aby jeho emitent pravidelně uveřejňoval informace o výsledcích svého hospodaření.

Z hlediska charakteru výnosů (příjmů) plynoucích z cenných papírů lze cenné papíry rozdělit na papíry se stálým výnosem, papíry s proměnlivým výnosem a neúročené cenné papíry. K neúročeným cenným papírům patří např. losy, šeky nebo dispoziční cenné papíry. Dluhopisy, které mají fixní kupón, přinášejí pevný výnos (stejně jako většina úvěrů, záruk apod.), zatímco proměnlivý výnos přinášejí akcie.

Chápeme-li cenné papíry jako investiční nástroj, můžeme je rozčlenit podle základních kritérií pro investiční rozhodování, kterými jsou výnos, riziko a likvidita. Vzájemnou vazbu mezi investičními kritérii nejlépe vystihuje investiční trojúhelník (Obrázek 7-1). Na každém z vrcholů trojúhelníku je umístěn jeden ze zmíněných parametrů a uvnitř trojúhelníku se pak nacházejí všechny možné kombinace parametrů. Je tedy zřejmé, že žádná investice a žádný cenný papír nemůže současně dosáhnout ideálních hodnot všech tří parametrů: vysoký výnos, nízké riziko (vysokou jistotu) a vysokou likviditu. V tržních podmínkách je zpravidla vysoký výnos spojen i s vyšší mírou rizika a vysoká likvidita zase s nižším výnosem. Každý cenný papír pak lze podle investičních kritérií ohodnotit a zjistit, zda daná kombinace je v souladu s preferencemi investora.



**Obrázek 7-1: Investiční trojúhelník**

Zdroj: vlastní zpracování

**SAMOSTATNÝ ÚKOL**

Definujte si 10 různých cenných papírů nebo finančních dokumentů jako například státní dluhopis Peru, státní dluhopis Německa, podílový list fondu peněžního trhu, akcie ČEZ apod. U všech dokumentů ohodnoťte očekávaný výnos, likviditu a riziko (bezpečnost) od 1 do 5, přičemž 1 je nejlepší a 5 nejhorší.

**OTÁZKY**

1. Co představuje cenný papír pro majitele a co pro vydavatele?
2. Který zákon ukotvuje obecnou právní úpravu problematiky cenných papírů?
3. Co znamená ISIN?
4. Kdo v Česku schvaluje hromadnou emisi cenných papírů?
5. Na jaké kategorie rozdělujeme cenné papíry podle ztělesněného práva?
6. Jaké parametry tvoří vrcholy investičního trojúhelníku?

**SHRNUTÍ KAPITOLY**

Finančními dokumenty rozumíme různorodé formy dokladů a záznamů, kterými je dokumentována existence finančních závazků. Pro držitele (majitele) dokumentu je finanční dokument aktivem neboli pohledávkou. Pro vydatele (emitenta) dokumentu naopak finanční dokument znamená pasivum neboli závazek či dluh. Jako synonymum pro finanční dokumenty často používáme cenné papíry, i když fakticky jsou jen nejvýznamnější skupinou finančních dokumentů. Cenné papíry mají za sebou dlouhý a bohatý historický vývoj, do něhož se zejména v posledních desetiletích začal intenzivně projevovat rozvoj informačních technologií. Hlavním projevem digitalizace je převaha zaknihovaných cenných papírů nad papíry v tradiční listinné podobě.

Z důvodů značných rozdílů v podstatě a konstrukci různých typů cenných papírů se vzájemně odlišují i jejich povinné náležitosti. Ty jsou zpravidla definovány v konkrétní právní normě. Legislativně jsou regulovány rovněž podmínky emise cenných papírů i jejich technické náležitosti. Předpokladem emise je zejména informování o cenném papíru i emitentovi prostřednictvím prospektu emitenta. Informační povinnost musí emitent splňovat i v průběhu existence cenného papíru zveřejňováním výročních zpráv.

Cenné papíry a finanční dokumenty obecně lze členit podle celé řady klasifikačních kritérií. K nejvýznamnějším hlediskům klasifikace finančních dokumentů můžeme zařadit

ztělesněné právo, termín splatnosti, způsob emise, převoditelnost, obchodovatelnost, charakter výnosů, výnos, riziko a likviditu.

---



## **ODPOVĚDI**

1. Pro držitele (majitele) cenného papíru je finanční dokument aktivem neboli pohledávkou. Pro vydatele (emitenta) cenného papíru naopak finanční dokument znamená pasivum neboli závazek či dluh.
  2. Obecná právní úprava je obsažena v ustanovení § 514 občanského zákoníku, který vedle legální definice cenného papíru, upravuje také formu cenného papíru, vydávání cenného papíru, dále obsahuje právní úpravu zaknihovaných cenných papírů a jejich možné přeměny.
  3. ISIN představuje 12místný alfanumerický kód, který umožňuje nejjednodušší určení příslušného cenného papíru a jeho odlišení od jiných cenných papírů, stejně jako od jiných emisí téhož emitenta.
  4. Hromadná emise cenných papírů v Česku podléhá souhlasu ČNB.
  5. Podle ztělesněného práva rozlišujeme cenné papíry majetkové (vlastnické), dlužnické a dispoziční.
  6. Vrcholy investičního trojúhelníku tvoří výnos, riziko a likvidita.
-



## 8 MAJETKOVÉ CENNÉ PAPIRY

### RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY



Výklad v této kapitole je zaměřen na nejdůležitější aspekty majetkových cenných papírů. Bezsporně nejvýznamnějším cenným papírem z této kategorie jsou akcie. Probereme si všechna důležitá práva spojená s vlastnictvím akcií a vysvětlíme si, s jakými typy akcií se můžeme v praxi setkat a jaké jsou mezi nimi rozdíly. Akcie jako dlouhodobý cenný papír prochází mnoha fázemi existence a každá z nich je spojena s určitou hodnotou nebo cenou. Je proto důležité si objasnit, proč každá akcie může mít a zpravidla má několik různých hodnot. Pokud o akciích uvažujeme jako o investičním nástroji, je nezbytné vědět, jaká je její skutečná vnitřní hodnota. Proto si ukážeme základní přístupy, jak tuto vnitřní hodnotu vy počítat. Představíme si i další transakce, které lze s akciemi na finančních trzích realizovat. Na konci kapitoly se budeme věnovat i dalším majetkovým cenným papírům, zejména pak depozitním stvrzenkám a podílovým listům.

### CÍLE KAPITOLY



- Pochopit princip akcie jako podílu na kapitálu akciové společnosti.
- Interpretovat základní práva vyplývající z vlastnictví akcie.
- Porovnat základní typy akcií.
- Vysvětlit, proč má akcie zpravidla několik různých hodnot a objasnit rozdíly mezi nimi.
- Popsat princip vnitřní hodnoty akcie včetně modelů pro výpočet vnitřní hodnoty.
- Objasnit využití vnitřní hodnoty akcie v investičním rozhodování.
- Vyjmenovat a popsat některé z transakcí s akciemi, které jsou prováděny na finančních trzích.
- Vysvětlit dopad štěpení akcií a odkupu vlastních akcií na hospodaření společnosti.
- Definovat další majetkové cenné papíry.
- Vysvětlit princip emise depozitních stvrzenek.

### KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY



Majetkové cenné papíry, akcie, práva akcionáře, dividendy, kmenová akcie, prioritní akcie, zaměstnanecká akcie, nominální hodnota, účetní hodnota, emisní cena, tržní cena, likvidační hodnota, vnitřní hodnota, tok dividend, Gordonův dividendový diskontní model,

štěpení akcií, reverzní split, odkup vlastních akcií, opční akciové programy, zatímní list, depozitní stvrzenka, podílový list.

---

Majetkové cenné papíry vyjadřují různá práva a právní nároky majitele cenných papírů k určitému druhu majetku. V praxi existuje několik různých druhů majetkových cenných papírů, které jsou emitovány různými typy společností a obchodovány na kapitálovém trhu. K majetkovým cenným papírům řadíme zejména:

- akcie (shares, stocks),
- zatímní listy (interim certificates),
- depozitní stvrzenky (depository receipts),
- podílové listy (mutual fund shares).

## **8.1 Akcie**

Akciové společnosti představují v každé vyspělé tržní ekonomice významnou formu podnikání. Jednou z možností, jak akciové společnosti získávají kapitál pro podnikání, je vydávání akcií. To může být spojeno s umístěním a prodejem akcií na finančním trhu jednotlivým investorům. První akciové společnosti začaly vznikat již v období středověku a jejich akcie se postupem času začaly obchodovat i na burzách. Jako příklad lze uvést burzu v Amsterdamu založenou v roce 1608, na níž se kromě koloniálního zboží a dlužních úpisů začaly obchodovat i akcie nizozemské Východoindické společnosti (jedna z prvních akciových společností). Prudký rozvoj akciových společností a akcií nastal zejména v 19. a 20. století a souvisel s průmyslovou revolucí, vědecko-technickým pokrokem do praxe a rozvojem masové výroby. V tomto období vznikaly velké akciové společnosti po celém světě, zejména však v Severní Americe a v Evropě.

Akcie je majetkový cenný papír, s nímž jsou spojena práva akcionáře. Vlastník akcie, akcionář, má právo podílet se na řízení společnosti, na jejím zisku a likvidačním zůstatku akciové společnosti. Celosvětově patří akcie mezi nejrozšířenější a nejvíce obchodované cenné papíry na kapitálovém trhu. Akciové společnosti získávají kapitál emisí akcií a jejich upisováním nebo prodejem na finančním trhu. Z uvedeného vyplývá, že akcie představuje podíl na kapitálu společnosti. Při zakládání akciové společnosti se obvykle určí výše základního kapitálu (v Česku minimálně 2 miliony Kč, na Slovensku 25 000 eur), který je rozdělen na příslušný počet akcií a každá akcie má svou jmenovitou (nominální) hodnotu. Pokud jmenovitou (nominální) hodnotu vynásobíme počtem akcií, získáme účetní hodnotu základního kapitálu akciové společnosti. V některých zemích (např. v USA) umožňuje legislativa emitovat i akcie bez nominální hodnoty (například akcie společnosti Coca-Cola).

### 8.1.1 PRÁVA SPOJENÁ S AKCIEMI

Bez ohledu na rozdíly v legislativě jednotlivých zemí platí, že akcionáři vyplývají z držení akcií následující práva:

- právo podílet se na řízení akciové společnosti,
- právo podílet se na zisku akciové společnosti,
- právo podílet se na likvidačním zůstatku akciové společnosti.

**Právo podílet se na řízení akciové společnosti** realizuje akcionář prostřednictvím hlasování na valné hromadě akcionářů společnosti. Valná hromada se obvykle podle legislativy vyspělých zemí musí konat nejméně jednou ročně a akcionář má právo účastnit se jí, hlasovat na ní, požadovat informace a vysvětlení, volit orgány společnosti jako jsou představenstvo a dozorčí rada a má také právo být do těchto orgánů akciové společnosti volen. Kontrolovat činnost orgánů společnosti může akcionář přímo otázkami na valné hromadě nebo nepřímo prostřednictvím dozorčí rady. Výjimkou z práva podílet se na řízení společnosti mohou být pouze prioritní akcie bez hlasovacího práva.

**Právo podílet se na zisku akciové společnosti** akcionář obvykle realizuje prostřednictvím práva na dividendy. O způsobu rozdělení zisku a tím i o výši dividendy rozhoduje valná hromada akcionářů společnosti. Na výplatu dividend se může využít celý čistý zisk akciové společnosti nebo pouze jeho část. Pravidla rozdělování zisku mezi akcionáře obvykle obsahují stanovy akciové společnosti. Pokud stanovy společnosti rozdělení zisku neřeší, určuje se podíl akcionáře na zisku pomocí poměru jmenovité hodnoty jeho akcií k jmenovité hodnotě všech akcií společnosti. Dividendy jsou akcionářům nejčastěji vypláceny v peněžní formě (hotovostní dividenda), nicméně existuje i možnost vyplatit dividendy

v podobě nových kmenových akcií (akciová dividenda), dluhopisů společnosti (obligacní dividenda) nebo jiného než peněžního majetku společnosti (majetková dividenda).

**Právo podílet se na likvidačním zůstatku** znamená, že při likvidaci společnosti mají akcionáři právo podílet se na likvidačním zůstatku, avšak až po uspokojení všech pohledávek věřitelů. Podle legislativy běžné ve vyspělých státech jsou nejprve uspokojeny pohledávky zaměstnanců, poté pohledávky státu (daně, cla apod.), dodavatelů, dalších věřitelů a uhrazeny náklady spojené s likvidací. Jako poslední jsou uspokojeni akcionáři. Jestliže dluhy akciové společnosti převyšují její majetek, společnost nemůže vymáhat od akcionářů finanční prostředky na splacení dluhu.

Stanovami společnosti nebo dalšími právními normami mohou být upravena i další práva akcionářů. Řadíme k nim zejména:

- předkupní právo stávajících akcionářů,
- právo na informovanost.

Předkupní právo stávajících akcionářů znamená, že stávající (dosavadní) akcionáři disponují přednostním právem na upisování nově vydaných akcií společnosti, pokud stanovy akciové společnosti neurčují jiný postup. Vydání nových akcií souvisí zejména s navýšením základního kapitálu akciové společnosti. Předkupní právo má zejména zajistit, aby při vydání nových akcií nedošlo ke změně vlastnické struktury v akciové společnosti. Stávající akcionáři mohou využít své předkupní právo a zachovat si tak svůj podíl na vlastnictví společnosti. V případě, že předkupní právo stávajících akcionářů zůstane nevyužité, jsou nové akcie nabídnuty dalším zájemcům na kapitálovém trhu a vlastnická struktura společnosti se může změnit.

Právo na informovanost akcionáře upravuje v Česku Obchodní zákoník. Obecně platí, že akciové společnosti mají povinnost zveřejňovat účetní závěrky, které musí být ověřeny auditorem. Akciové společnosti každoročně také publikují výroční zprávy o své činnosti, hospodaření a hospodářských výsledcích.

### 8.1.2 ČLENĚNÍ AKCIÍ

Akcie lze členit podle mnoha kritérií na různé typy a druhy. Kromě specifických kritérií můžeme samozřejmě aplikovat i kritéria obecná, zejména pak klasifikaci podle převoditelnosti nebo členění na materializované a zaknihované akcie. Nejběžnější kritéria a základní členění akcií zachycuje Tabulka 8-1.

Kmenové (běžné) akcie (common stocks) jsou nejrozšířenějším druhem akcií. Vlastníkům kmenových akcií přísluší všechna základní práva akcionáře. Stanovy společnosti ale mohou určit, že účast majitelů kmenových akcií na zisku a podílu na likvidačním zůstatku přichází na řadu až po majitelích prioritních akcií.

Tabulka 8-1: Členění akcií

Podle práv	kmenová	prioritní	zaměstnanecká
Podle tržní ceny	s vysokým kurzem (těžká)	s průměrným kurzem (střední)	s nízkým kurzem (lehká)
Podle termínu emise	stará	nová	
Podle původu	domácí	zahraniční	
Podle převoditelnosti	na doručitele	na jméno	na řad
Podle podoby	materializovaná (listinná)	zaknihovaná	

Zdroj: vlastní zpracování

Poměr hlasovacích práv na valné hromadě akcionářů se určuje podle počtu vlastněných kmenových akcií. V mnoha zemích je z celé řady důvodů již deformována základní relace, že jedna akcie představuje jeden hlas. Akcionář se může nechat na valné hromadě zastupovat a jeho hlasovací právo pak může uplatnit jiná fyzická nebo právnická osoba (např. banka nebo investiční společnost), která uchovává jeho cenné papíry. Tato forma uplatnění hlasovacího práva se nazývá deponované hlasovací právo.

Kmenoví akcionáři rozhodují také o hospodářském výsledku společnosti, tedy o zisku resp. ztrátě a o vyplacení dividend. Dividendová politika společnosti sice může být různá,

ale akcionáři se obvykle snaží o pravidelnou výplatu dividend, protože v konečném důsledku vyplacené dividendy výrazným způsobem ovlivňují i tržní cenu akcií. Dividenda se obvykle uvádí jako procento z nominální hodnoty akcie. Například 10 % dividendy z akcie s nominální hodnotou 1000 Kč, znamená, že akcionáři bude vyplacena dividendy ve výši 100 Kč. Existuje i možnost, že část zisku společnosti bude použita k navýšení základního kapitálu. Akcionáři pak namísto dividend v hotovosti získají nové akcie společnosti.

Prioritní akcie představují zvláštní druh akcií, který má v porovnání s kmenovými akciemi řadu výhod i nevýhod. S prioritními akciemi jsou spojena určitá práva pro jejich majitele. Podíl prioritních akcií na celkovém počtu akcií je obvykle omezen. V Česku, stejně jako na Slovensku, mohou prioritní akcie představovat maximálně polovinu základního kapitálu akciové společnosti, v jiných zemích však může být situace odlišná.

Ve stanovách společnosti může být zakotvena skutečnost, že prioritní akcie nepřinášejí majiteli hlasovací právo na valné hromadě. Stanovy společnosti mohou prioritním akciím omezit i předkupní právo, či právo podílet se na likvidačním zůstatku. Hlavní výhodou prioritních akcií, která musí být rovněž přesně vymezena ve stanovách společnosti, je přednostní právo při vyplácení dividend za období, kdy společnost dosáhla zisku.

I přes inovace a výhody prioritních akcií investoři preferují kmenové akcie. Na finančním trhu se to projevuje tak, že cena kmenových akcií je často o 10 až 20 % vyšší než cena prioritních akcií. Rozšíření prioritních akcií se liší i podle oblastí. Regionem s nejčastějším a nejmasovějším využitím prioritních akcií je Severní Amerika.

Zaměstnanecké akcie představují zvláštní druh akcií, které akciová společnost emituje speciálně pro své zaměstnance. Forma nabytí zaměstnaneckých akcií může být různá, přičemž záleží na stanovách společnosti a jejích interních předpisech. Akciová společnost je může prodat svým zaměstnancům za zvýhodněnou cenu, případně mohou zaměstnanci získat akcie bez úhrady. Rozdíl akciová společnost uhradí z vlastních zdrojů.

Zaměstnanecké akcie jsou obvykle akcie na jméno, které jsou převoditelné pouze mezi zaměstnanci společnosti a v některých případech i důchodci společnosti. Pokud dojde k ukončení pracovního poměru nebo smrti zaměstnance, práva vlastníků zaměstnaneckých akcií zanikají. Stanovy společnosti upravují, jakým způsobem proběhne vypořádání, které se může lišit podle toho, jestli zaměstnanecké akcie byly nabyty koupí nebo byly získány bezplatně.

Vlastníci zaměstnaneckých akcií mají stejná práva jako ostatní akcionáři pokud to stanoví společnost neupraví jinak. V Česku i na Slovensku však legislativa omezuje celkovou hodnotu emisního kursu nebo kupních cen všech akcií, jež zaměstnanci zcela nesplácejí, na 5 % základního kapitálu. V jiných zemích může být tato hranice jiná, případně nemusí být oblast zaměstnaneckých akcií legislativně upravena vůbec. Hlavním pozitivem zaměstnaneckých akcií je zájem jejich majitelů (zaměstnanců společnosti) na dobrém fungování a prosperitě společnosti, čímž se mimo jiné i omezuje fluktuace pracovníků. V

obecně rovině může vlastnictví zaměstnaneckých akcií vést i k situaci, že nedochází k intenzivním sporům mezi vlastníky a zaměstnanci, jelikož obě skupiny spojují stejné cíle.

Dle termínu emise rozeznáváme akcie staré a nové. Staré akcie představují všechny akcie, které byly v oběhu před zvýšením základního kapitálu. Nové (mladé) akcie jsou emitované při zvyšování základního kapitálu společnosti. Nové akcie mohou být emitovány až po splacení všech starých akcií.

### **8.1.3 HODNOTA A CENA AKCIE**

Pro akcionáře je nezbytné správně rozlišovat mezi hodnotami resp. cenami, které mohou akcie nabývat. Ve finanční praxi se vyskytují následující hodnoty a ceny akcie:

- jmenovitá (nominální) hodnota akcie,
- účetní hodnota (bilanční kurz) akcie,
- emisní (subskripční) cena akcie,
- tržní cena (kurz) akcie,
- likvidační hodnota akcie.

Jmenovitá (nominální) hodnota akcie je definována jako peněžní suma, která je na akcii uvedena. Jmenovitá hodnota akcie vyjadřuje podíl na základním kapitálu akciové společnosti (equity). Podle legislativy platné v Česku musí být každá akcie označena jmenovitou hodnotou, avšak konkrétní výše není zákonem taxativně určena. Určení nominální hodnoty všech akcií je ponecháno na stanovky akciové společnosti. Součet nominálních hodnot všech akcií, které emitovala akciová společnost, se rovná základnímu kapitálu společnosti. Podle nominální hodnoty akcií se stanovuje i podíl akcionářů na základním kapitálu akciové společnosti a počet jejich hlasů, které mají k dispozici na valné hromadě.

Účetní hodnota akcie (bilanční kurz) vyjadřuje podíl na kapitálu akciové společnosti, kam kromě základního kapitálu patří i fondy tvořené ze zisku, kapitálové fondy (emisní ážio) a hospodářský výsledek běžného a minulého období. Účetní hodnota akcií slouží zejména pro potřeby investorů a akcionářů.

Tržní cena akcie (tržní kurz) je cena na kapitálovém trhu, stanovuje se na základě nabídky a poptávky. Na její výši má vliv mnoho faktorů vnitřních i vnějších, ekonomických i politických. Jedním ze základních faktorů, které ovlivňují tržní cenu akcie, je hospodaření akciové společnosti a její hospodářský výsledek. Pro komplexní posouzení tržní ceny akcie je nezbytné velké množství údajů a informací, z nichž některé jsou volně přístupné a některé neveřejné (insider information).

Porovnání tržní ceny akcie a její účetní hodnoty ukazuje, zda akcie je na kapitálovém trhu podhodnocená či nadhodnocená. Většina finančních analytiků zastává názor, že tržní cena akcie by neměla klesnout pod její účetní hodnotu. Akcie, které mají poměr tržní ceny

a účetní hodnoty nižší než jedna, se považují za podhodnocené. Nesmíme však opomenout, že na účetní hodnotu mají významný vliv metody použité pro ocenění aktiv společnosti.

Emisní cena akcie (subskripční cena) je cena akcie na primárním trhu neboli cena, za kterou akcii prodává její emitent. Emisní kurz může být nižší, vyšší nebo stejný jako nominální hodnota akcie. Emisní kurz akcie se stanovuje, když akciová společnost emituje nové akcie. Důvodem nové emise akcií obvykle bývá potřeba společnosti získat nový kapitál. Důsledkem emise nových akcií je pak zvýšení základního kapitálu akciové společnosti.

Při veřejné nabídce emise akcií emitent obvykle využívá služby finančních zprostředkovatelů, zejména investičních bank. Banky často odkupují značnou část emise do vlastního portfolia. Zprostředkovatelé mají nižší transakční náklady, než jaké by měl samotný emitent. Emitent zaplacením prémie přenáší na zprostředkovatele riziko, že emise nebude umístěna na trhu. Při neveřejné nabídce má emitent s potenciálním investorem předem dohodnuty důležité náležitosti a podrobnosti emise včetně objemu emise a ceny. Výhodou neveřejného prodeje emise je, že nevyžaduje ručitele a má nižší transakční náklady. Nevýhodou je, že emise akcií není dotčena tržní nabídkou a poptávkou a emisní cena tak může být zkreslená.

Likvidační hodnota akcie je suma, která by připadla na jednu akcii v případě likvidace akciové společnosti. Jde o hodnotu, která zůstane k dispozici po uspokojení všech věřitelů, tj. státu, zaměstnanců, dodavatelů, bank a nákladů spojených s procesem likvidace. Stanovy společnosti mohou určit, že přednostní právo na likvidační zůstatek mají prioritní akcionáři, až po nich přicházejí na řadu kmenoví akcionáři. Tržní cena akcie by na kapitálovém trhu nikdy neměla klesnout pod likvidační hodnotu akcie. Pokud tržní cena klesne pod likvidační hodnotu, akciová společnost se stává zajímavým subjektem pro převzetí (takeover).

#### 8.1.4 VNITŘNÍ HODNOTA AKCIE

Specifickou a velmi důležitou hodnotou každého cenného papíru včetně akcie je jeho vnitřní hodnota. Způsobů stanovení vnitřní hodnoty je několik a výrazně se odlišují. Jejich detailní popsání však přesahuje záběr základního kurzu financí. Zůstaneme proto u základního přístupu k výpočtu vnitřní hodnoty akcie. Principem tohoto výpočtu je stanovení, zda je cenný papír na kapitálovém trhu podhodnocen, správně oceněn, nebo nadhodnocen. Analýza vychází z předpokladu, že cenný papír má svou vnitřní hodnotu, kterou lze vypočítat. Kurz cenného papíru pak neustále kolem této vnitřní hodnoty osciluje, přičemž nové kurzotvorné informace posouvají vnitřní hodnotu na novou vyšší, nebo nižší úroveň. Analytici pak porovnávají vypočtenou vnitřní hodnotu cenného papíru ( $VH_i$ ) s jeho aktuální tržní cenou na kapitálovém trhu ( $P_i$ ) a mohou tak nastat následující varianty:

- $P_i > VH_i$  : cenný papír je nadhodnocen a lze očekávat pokles jeho kurzu, je vhodná doba pro jeho prodej,
- $P_i < VH_i$  : cenný papír je podhodnocen a lze očekávat růst jeho kurzu, je vhodná doba pro jeho nákup,

- $P_i < VH_i$  : cenný papír je adekvátně oceněn trhem (velmi sporadický případ), investor zpravidla nebude nakupovat ani prodávat

Jako u všech ostatních finančních dokumentů, akcie představuje příslib budoucích peněžních plateb majiteli akcie. U akcií mají tyto platby obvykle podobu dividend, které jsou vypláceny ze zisku společnosti. V případě prodeje akcie pak majiteli případně platba ve výši prodejní ceny. Stanovení vnitřní hodnoty akcie pak vychází z principu výpočtu současné hodnoty peněžních toků.

Vysvětlení začněme předpokladem, že investor dnes zakoupí akcii za cenu  $P_0$  a předpokládá její držení po dobu jednoho roku. Očekává, že akcie mu na konci období přinese dividendu ve výši  $D_1$ . Po jejím inkasování předpokládá prodej akcie za cenu  $P_1$ . Na rozdíl od obligací se ani v jednom případě nejedná o zaručené příjmy, ale pouze o predikce. Za své investice investor požaduje míru výnosu ve výši  $r$ . Aktuální cena akcie, respektive její vnitřní hodnota by se tak měla rovnat součtu současné hodnoty dividendy a současné hodnoty prodejní ceny, což můžeme zapsat následovně:

$$VH_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{P_1}{(1+r)} \quad (8.1)$$

Pokud by investor plánoval akcii prodat až za dva roky, potom by do výpočtu vnitřní hodnoty musela být zahrnuta i dividendu po druhém roce ( $D_2$ ) a platbu za prodej akcie by investor obdržel také až po dvou letech ( $P_2$ ). Výpočet vnitřní hodnoty by se tak modifikovat do následující podoby:

$$VH_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{P_2}{(1+r)^2} \quad (8.2)$$

Protože akcie nemá zpravidla žádnou dobu splatnosti, můžeme tento postup neustále opakovat, do výpočtu začleňovat další dividendy a prodej akcie oddalovat o další roky do budoucnosti. Dostáváme se tak k rovnici vnitřní hodnoty pro  $n$ -té období.

$$VH_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad (8.3)$$

Toto období ale může být díky neexistenci splatnosti akcie nekonečně vzdálené. Pokud se  $n$  (počet let) blíží nekonečnu, blíží se současná hodnota prodejní ceny akcie v roce  $n$  nule. Rovnici pak můžeme zjednodušit vypuštěním prodejní ceny  $P_n$  a vnitřní hodnota akcie bude tvořena pouze součtem současných hodnot budoucích dividend.

$$VH_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} \quad (8.4)$$

Toto je základní rovnice dividendového diskontního modelu. Při jeho praktické aplikaci se analytici snaží o další zjednodušení tím, že nepředpovídají absolutní výši vyplácených dividend, ale použijí známou hodnotu dnešní dividendy a snaží se stanovit konstantní míru růstu dividend ( $g$ ). Upravený vztah pro vnitřní hodnotu pak můžeme zapsat v následujícím tvaru:



$$VH_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+r)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+r)^n} \quad (8.5)$$

Součet této geometrické řady pak nabývá podoby:

$$VH_0 = \frac{D_0}{(r-g)} \quad (8.6)$$

V této zkrácené variantě se model v literatuře označuje jako Gordonův dividendový diskontní model. Pro jeho použitelnost musí platit dva předpoklady: míra růstu dividend  $g$  je konstantní a požadovaná míra výnosu  $r$  je vyšší než míra růstu dividend  $g$  (v opačném případě by řada divergovala a ne konvergovala). Při použití dividendového diskontního modelu platí, že vnitřní hodnota akcie je tím větší, čím je vyšší očekávaná dividend, nižší požadovaná míra výnosu a větší očekávaná míra růstu dividend.

### 8.1.5 TRANSAKCE S AKCIEMI

Kromě procesu emise akcií a běžného obchodování s akciemi na kapitálovém trhu jsou akcie součástí různých finančních transakcí, které nejsou zcela běžné a dotýkají se pouze některých akcií resp. akciových společností. Podrobněji si vysvětlíme štěpení akcií, výkup vlastních akcií a opční programy pro management akciové společnosti.

Štěpení akcií (stock split) je operace, při které jsou akcionářům vyměňovány akcie společnosti za nové akcie podle předem určených podmínek a v předem určeném poměru. Obvyklé je štěpení (split) v poměru 3:2, kdy každý akcionář dostává za 2 akcie určité nominální hodnoty 3 nové akcie stejné nominální hodnoty. Kurz akcií firmy reaguje na split u převážné většiny společností stejným způsobem: před splitem kurz akcií roste, po splitu je zaznamenán mírný pokles kurzu. Právě snaha firmy omezit růst tržní ceny akcií může být jedním z důvodů štěpení, neboť akcie jsou při vysokém kurzu obtížněji obchodovatelné. Při levnějších akciích roste jejich likvidita i zájem o ně. Split je poměrně výjimečným případem v životě společnosti a znamená obvykle finanční přínos pro akcionáře, neboť výrazně zhodnocuje jejich investici. Štěpením dochází i k navýšení základního kapitálu společnosti, které je hrazeno z nerozděleného zisk. Split je tak i určitou alternativou dividend. V řadě zemí existují společnosti, které se specializují v investičním poradenství právě na předvídání splitů.

Na finančních trzích se vyskytuje také reverzní split (reverse stock split), při kterém naopak dochází k poklesu celkového počtu emitovaných akcií a tím i růstu tržní ceny jedné akcie. Například reverzní split v poměru 1:2 znamená, že akcionáři budou po této transakci vlastnit poloviční množství akcií, ale každá bude mít dvojnásobnou jmenovitou hodnotu. Nepochází tak ke změně základního kapitálu společnosti. Provedení reverzního splitu je obvykle vnímáno jako negativní znamení, neboť vedení společnosti není schopno zajistit růst ceny akcií přirozeným způsobem, například zlepšenými hospodářskými výsledky.

Další ze zajímavých transakcí, které s akciami provádějí emitenti je skupování vlastních akcií (buyback, share repurchase). Jedná se o způsob, kterým společnosti přerozdělují relativně nadbytečný kapitál ve prospěch akcionářů, a to obvykle daňově výhodnou formou. Ve většině zemí lze prostředky vynaložené na odkoupení vlastních akcií zahrnout do daňově uznatelných nákladů, zatímco dividendy se vyplácejí z již zdaněného zisku. Standardním výsledkem odkupu je zlepšení poměrových ukazatelů jako ziskovost aktiv (ROA), ziskovost kapitálu (ROE) nebo výnos na akcii (EPS). ROA roste v důsledku nižších aktiv, jelikož společnost utratila určitou hotovost (součást aktiv) na nákup akcií. ROE roste v důsledku nižšího kapitálu, protože nakoupené akcie se zruší a klesne tak základní kapitál společnosti. Výnos na akcii roste proto, že stejný výnos je rozpočítán na menší počet akcií v oběhu. Případová studie níže popisuje příklad zpětného odkupu akcií společností Pegas Nonwovens, který probíhal v letech 2015 a 2016.



## PŘÍPADOVÁ STUDIE

### ZPĚTNÝ ODKUP VLASTNÍCH AKCIÍ SPOLEČNOSTÍ PEGAS NONWOVENS

Na základě zmocnění uděleného valnou hromadou společnosti Pegas Nonwovens, která se konala dne 15. června 2011, rozhodlo představenstvo společnosti Pegas Nonwovens dne 31. července 2015 o realizaci programu zpětného odkupu akcií (buyback). Účelem realizace programu je snížení kapitálu společnosti, resp. vypořádání závazků z titulu opčního akciového programu pro členy představenstva a zaměstnance společnosti a/nebo jejich dceřiných společností.

Maximální objem akcií, které je možno v rámci programu odkoupit, činí 5 % základního kapitálu společnosti, tj. 461 470 kusů akcií. Akcie lze odkupovat do 14. června 2016, přičemž maximální cena za akcii nesmí přesáhnout 1 000 Kč. Společnost uzavřela smlouvu se společností Patria Finance, a.s. za účelem přípravy, realizace a vypořádání programu. Proces odkupu byl zahájen 13. srpna 2015 a jako okamžitou reakci na tuto informaci akcie společnosti na pražské burze posílily.



Společnost ukončila nákup vlastních akcií ke dni 8. února 2016, kdy dosáhla cílového stavu 461 470 kusů odkoupených akcií. V červnu 2017 následně valná hromada společnosti rozhodla o snížení základního kapitálu na 10,9 milionu eur prostřednictvím zrušení 465 541 kusů vlastních akcií držených společností. Jejich celková jmenovitá hodnota činí 577 270 eur.

Na této valné hromadě bylo dále rozhodnuto, že Pegas Nonwovens vyplatí akcionářům dividendu 1,30 eura za akcii. Pokračuje tak v progresivní dividendové politice. V posledních pěti letech zvyšuje každoročně výplatu o pět až deset centů, v roce 2016 to bylo 1,25 eura. V roce 2017 si akcionáři rozdělí téměř 12 milionů eur. Zdrojem výplaty je zisk z příslušného roku a nerozdělený zisk z let minulých. Dividenda se bude vyplácet 26. října 2017, rozhodný den pro vznik nároku na dividendu bude 13. říjen 2017.

---

Některé firmy, které stimulují zaměstnance širokými programy odměn ve formě akcií společnosti, musí skupovat vlastní akcie také díky těmto programům. A to dokonce i v případech, že akcie jsou nadhodnocené. Počet emitovaných akcií tak zůstává v podstatě nezměněn (počet akcií, které získají zaměstnanci je stažen z trhu odkupem). Finanční trhy obvykle přijímají vyhlášení zpětného odkupu příznivě a po vyhlášení výkupu vlastních akcií obvykle kurz akcií firmy roste. Relativně málo firem však odkup vlastních akcií provádí ve velkém měřítku. Navíc „buyback“ může být také znamením, že management firmy považuje akcie za podhodnocené.

V posledních letech jsou tradiční zaměstnanecké akcie vytlačovány opčními akciovými programy (stock option programs), jejichž nabídka se stále více týká nejen vrcholového managementu, ale také středního managementu a zaměstnanců. Opční akciové programy jsou známé především jako zvýhodněné prodeje akcií společnosti managementu; jedná se o prodej běžných akcií, případně prioritních akcií. Ty mohou být získány za určitou předem stanovenou dobu a dohodnutou cenu a management (zaměstnanci) je mohou za předem stanovených podmínek prodat na burze. V evropských zemích brání tomuto úspěšnému způsobu motivace daňové překážky a tak Evropa v nabídce akciových opcí silně zaostává za USA a také za Japonskem.

Záměry této formy prodeje jsou stejné, jako u běžných zaměstnaneckých akcií – stimulovat jejich majitele k zájmu o dobré výsledky hospodaření a kvalitu firmy. V případě managementu je tento argument evidentně přijatelnější, než v případě všech zaměstnanců. Jejich nabyvatelé jsou přitom velice pozorně sledováni veřejností a nemají obvykle možnost takové akcie po určitou dobu prodat. Jejich prodej je často diskutabilní i po uplynutí této doby, neboť ostatními držiteli akcií může být považován (zvláště pokud se jedná o prodej ze strany vrcholového managementu) za informaci o špatném hospodaření firmy a o očekávaném poklesu kurzů akcií. Nicméně i tady řada sporných a diskutabilních případů existuje.

## 8.2 Další majetkové cenné papíry

Kromě akcií existují také jiné majetkové cenné papíry. Přímo s akciemi jsou svázány například zatímní listy a depozitní stvrzenky. Cenným papírem intenzivně používaným v oblasti kolektivního investování je zase podílový list.

### ZATÍMNÍ LISTY

Po zápisu akciové společnosti do obchodního rejstříku je společnost povinna vystavit všem upisovatelům zatímní listy. Zatímní list je cenný papír na jméno a slouží jako náhrada za akcii, přičemž majiteli zatímního listu z něj vyplývají stejná práva jako z akcie. Po zaplacení celé sumy za upsané akcie společnost vymění zatímní listy za akcie. Zatímní list je možno převést i na jiného vlastníka.

Zatímní list obsahuje jmenovitou hodnotu upsaných akcií, určení jejich druhu a výši splatné části jejich jmenovité hodnoty. Zatímní list může znít i na více osob a práva z něj vyplývající může vykonávat kterákoliv z nich nebo jimi pověřená osoba. Akciová společnost si musí vést přesný seznam vlastníků zatímních listů a všechny převody zde musí být přesně zaznamenány.

### DEPOZITNÍ STVRZENKY

Investoři na světových finančních trzích jsou si vědomi, že efektivní mezinárodní diverzifikace portfolia přináší účinné snížení investičního rizika. Pokud je mezinárodní diverzifikace prováděna přímým investováním na lokálních trzích, může být spojena s mnoha překážkami a problémy. Ty hlavní vyplývají z neefektivního vypořádání obchodů, nedostatečné kvality finančních služeb nebo nákladů spojených s konverzí měn. Investičním nástrojem, který uvedené překážky ve velké míře překonává, jsou depozitní stvrzenky.

Depozitní stvrzenky jsou cenné papíry, které jsou obchodovány na domácím finančním trhu, avšak zastupují (jsou kryty) akcie emitované zahraniční akciovou společností. Depozitní stvrzenky tak umožňují domácím investorům zprostředkovaně vlastnit podíl na zahraničních společnostech, jejichž akcie nejsou na domácí burze obchodovány přímo. Depozitní stvrzenky se vyskytují v několika základních formách. Jedná se o americké depozitní stvrzenky ADR (American Depositary Receipts), globální depozitní stvrzenky GDR (Global Depositary Receipts), euro depozitní stvrzenky EDR (Euro Depositary Receipts) a NYS (New York Shares). Zatímco ADR jsou obchodovány na burzách v USA (zejména na New York Stock Exchange, NASDAQ a American Stock Exchange), GDR jsou kótovány na evropských burzách, především v Londýně nebo Lucembursku. Jak ADR, tak i GDR jsou emitovány v amerických dolarech, výrazně menší část stvrzenek (EDR) je vydávána v eurech.

Proces emise ADR si můžeme představit na následujícím příkladu. Představme si ruskou ocelářskou společnost, která splnila podmínky pro emisi depozitních stvrzenek a ráda by je

v podobě ADR umístila na burzu v New Yorku. Nejprve musí americký obchodník s cennými papíry přes svou ruskou pobočku nebo místní společnost nakoupit akcie ocelárny na ruském trhu. Následně jsou akcie převedeny do místní banky, která je svěřeneckou bankou americké banky provádějící emisi stvrzenek. Jakmile americká depozitní emisní banka obdrží od ruské banky potvrzení, že má ve správě akcie ocelářské společnosti, může americká depozitní banka provést emisi ADR, kterou si kompletně zakoupí americký obchodník s cennými papíry, jež si původně koupil akcie v Rusku. Emise stvrzenek je založena na předem určeném poměru, což znamená, že každá ADR může odpovídat jedné nebo více akciím ruské společnosti. Po provedení emise ADR se stvrzenky stávají standardním americkým cenným papírem denominovaným v dolarech, který může být volně obchodován na burze. Majitel ADR získává stejná práva jako akcionář ruské ocelárny. Například právo na podíl na zisku ocelárny je realizováno tak, že emisní banka vyplatí majitelům ADR dividendy odvozené od výše dividend vyplacených ruskou společností.

**Tabulka 8-2: Nejvýznamnější programy depozitních stvrzenek**

Name	2018 USD	2017 USD	% Change	Industry	Country
ALIBABA GROUP HOLDING LTD	895,830,171,000	583,362,031,400	54%	Internet Software & Services	China
BAIDU INC	188,113,035,400	132,426,164,100	42%	Internet Software & Services	China
JD.COM, INC	135,992,265,800	112,262,895,530	21%	Internet & Direct Marketing Retail	China
ROYAL DUTCH SHELL PLC	92,121,101,280	72,967,652,720	26%	Oil, Gas & Consumable Fuels	Netherlands
TAIWAN SEMICONDUCTOR MFG	81,426,947,900	50,802,992,620	60%	Semiconductors & Equipment	Taiwan
IQIYI INC	81,210,731,930		n.a	Internet Software & Services	China
PETROLEO BRASILEIRO S.A.	77,808,552,820	43,681,393,160	78%	Oil, Gas & Consumable Fuels	Brazil
VALE S.A.	76,759,974,700	68,587,409,900	12%	Metals & Mining	Brazil
BP PLC	70,637,769,400	48,796,449,600	45%	Oil, Gas & Consumable Fuels	UK
NETEASE INC	70,109,455,560	95,667,037,080	-27%	Internet Software & Services	China
TEVA- PHARMACEUTICAL IND. LTD.	66,195,144,130	89,198,184,650	-26%	Pharmaceuticals	Israel
TENCENT HOLDINGS LTD.	58,828,640,870	17,881,734,740	229%	Internet Software & Services	China
CTRIIP.COM INTERNATIONAL	52,763,043,980	52,584,690,070	0%	Internet & Direct Marketing Retail	China
WEIBO CORP	52,515,387,770	39,403,555,180	33%	Internet Software & Services	China
ANHEUSER-BUSCH IN BEV SA/NV	47,789,631,840	44,213,671,950	8%	Beverages	Belgium
ASML HOLDING NV	46,939,046,670	32,378,367,980	45%	Semiconductors & Equipment	Netherlands
MOMO INC	44,489,606,950	46,632,446,580	-5%	Internet Software & Services	China
RANDGOLD RESOURCES	44,068,844,170	51,422,499,650	-14%	Metals & Mining	UK
TAL EDUCATION GROUP	43,331,452,800	23,781,397,910	82%	Diversified Consumer Services	China
NOVARTIS AG	41,922,606,770	43,446,887,410	-4%	Pharmaceuticals	Switzerland

Zdroj: Deutsche Bank Depository Receipts – 2018 in review [online] Dostupné z: <https://adr.db.com/drwebrand/media/publications/deutsche-bank-depository-receipts-2018-in-review> [vid. 6. 5. 2019]

Depozitní stvrzenky tak obsahují celou řadu výhod pro investory i akciové společnosti. Klíčovou výhodou pro investory je skutečnost, že stvrzenky umožňují mezinárodní diverzifikaci při setrvání na domácím trhu se známými podmínkami a předpisy pro obchodování a vypořádání obchodů. Protože stvrzenky jsou převážně emitovány v domácí měně, je výrazně omezeno i měnové riziko. I když do stvrzenek nemohou investovat díky regulaci ve většině zemí penzijní fondy, je o ně dostatečný zájem i mezi dalšími institucionálními investory a především mezi individuálními investory. Do depozitních stvrzenek je navíc obvykle konvertována pouze část obchodovatelných akcií společnosti, takže nabídka je relativně omezená. Z pohledu firem stvrzenky zpřístupňují zahraničním společnostem zejména americký nebo jiný vyspělý akciový trh bez nutnosti podrobit se celému obtížnému procesu

uvedení akcií na prestižní burzu. Tabulka 8.2 zachycuje 20 nejvýznamnějších programů depozitních stvrzenek v roce 2018 dle jejich tržní hodnoty.

## PODÍLOVÉ LISTY

Podílový list je majetkový cenný papír, který slouží k získávání kapitálu pro kolektivní investování. Kolektivní investování je zvláštní formou investování založenou na shromažďování finančních prostředků od velkého počtu malých investorů s cílem investovat takto získané prostředky do různých druhů aktiv. Podílový list je emitován investiční (správcovskou) společností, což je akciová společnost, která ze získaného kapitálu vytváří specializované podílové fondy. Ty nejsou samostatnými právními subjekty, ale pouze organizačně-účetními jednotkami investiční společnosti. Pokud se investor rozhodne investovat formou kolektivního investování, vloží své finanční prostředky do konkrétního specializovaného podílového fondu, což učiní prostřednictvím nákupu podílového listu.

Podílový list je majetkový cenný papír, se kterým je spojeno právo podílníka na odpovídající podíl v podílovém fondu a právo podílet se na výnosech z tohoto majetku. Na rozdíl od akcionářů podílníci nemají právo podílet se na řízení investiční společnosti. Podle způsobu obchodování rozlišujeme podílové listy otevřeného a uzavřeného podílového fondu a podle způsobu vyplácení výnosů podílové listy růstové a podílové listy výnosové (blíže v kapitole o nedepozitních finančních institucích).



### SAMOSTATNÝ ÚKOL

Vyhledejte na internetu příklad zpětného odkupu akcií nebo štěpení akcií a pokuste se tento případ zdokumentovat od okamžiku oznámení až po zhodnocení výsledků nebo dopadů uskutečněné transakce.



### OTÁZKY

1. Vyjmenujte hlavní typy majetkových cenných papírů.
2. Jaká práva vyplývají akcionářům z vlastnictví akcií?
3. Co znamená prioritní akcie?
4. Co znamená emisní cena akcie?
5. Co znamená štěpení akcií (split)?
6. Jak byste charakterizovali depozitní stvrzenky?



**SHRnutí KAPITOLY**

Majetkové cenné papíry vyjadřují různá práva a právní nároky majitele cenných papírů k určitému druhu majetku. Nejvýznamnějším majetkovým cenným papírem je bezesporu akcie, nicméně do této kategorie řadíme také zatímní listy, depozitní stvrzenky nebo podílové listy. Akcie představuje podíl na kapitálu společnosti a s jejím vlastnictvím jsou spojena práva akcionáře. Vlastník akcie, akcionář, má právo podílet se na řízení společnosti, na jejím zisku a likvidačním zůstatku akciové společnosti. Akcie lze členit podle mnoha kritérií na různé typy a druhy. Podle práv s akciemi spojených rozlišujeme akcie běžné (kmenové), prioritní a zaměstnanecké. Vlastníkům kmenových akcií přísluší všechna základní práva akcionáře. S prioritními akciemi jsou spojena určitá práva pro jejich majitele. Podíl prioritních akcií na celkovém počtu akcií je obvykle omezen. Zaměstnanecké akcie představují zvláštní druh akcií, které akciová společnost emituje speciálně pro své zaměstnance.

V průběhu existence nabývá akcie mnoho různých hodnot a cen, které je zapotřebí dobře rozlišovat. Jmenovitá (nominální) hodnota vyjadřuje podíl na základním kapitálu akciové společnosti. Účetní hodnota vyjadřuje podíl na kapitálu akciové společnosti, kam kromě základního kapitálu patří i fondy tvořené ze zisku, kapitálové fondy (emisní ážio) a hospodářský výsledek běžného a minulého období. Emisní cena akcie je cena akcie na primárním trhu neboli cena, za kterou akcii prodává její emitent. Emisní kurz může být nižší, vyšší nebo stejný jako nominální hodnota akcie. Tržní cena akcie je cena na kapitálovém trhu, stanovuje se na základě nabídky a poptávky. Likvidační hodnota akcie je suma, která by připadla na jednu akcii v případě likvidace akciové společnosti. Specifickou a velmi důležitou hodnotou akcie je její vnitřní hodnota, která se využívá při investičním rozhodování, zda je vhodné do dané akcie investovat. U akcie se do výpočtu vnitřní hodnoty zahrnují budoucí vyplacené dividendy a prodejní cena. Kromě procesu emise akcií a běžného obchodování s akciemi na kapitálovém trhu jsou akcie součástí různých finančních transakcí. Mezi nejvýznamnější patří štěpení akcií (split), odkup vlastních akcií nebo opční akciové programy. Tyto operace jsou prováděny z rozhodnutí managementu a zpravidla mají dopad na hospodaření společnosti nebo na její finanční ukazatele.

Z dalších majetkových cenných papírů je vhodné zmínit zatímní list, který společnost vystavuje všem upisovatelům po zapsání společnosti do obchodního rejstříku. Zatímní list slouží jako dočasná náhrada za akcii. Po zaplacení celé sumy za upsané akcie společnost vymění zatímní listy za akcie. Depozitní stvrzenky jsou cenné papíry, které jsou obchodovány na domácím finančním trhu, avšak zastupují (jsou kryty) akcie emitované zahraniční akciovou společností. Depozitní stvrzenky tak umožňují domácím investorům zprostředkovaně vlastnit podíl na zahraničních společnostech, jejichž akcie nejsou na domácí burze obchodovány přímo. Podílový list je majetkový cenný papír, který slouží k získávání kapitálu pro kolektivní investování. S podílovým listem je spojeno právo podílníka na odpovídající podíl v podílovém fondu a právo podílet se na výnosech z tohoto majetku. Na rozdíl

od akcionářů podílníci nemají právo podílet se na řízení investiční společnosti, která podílový fond spravuje.

---



## **ODPOVĚDI**

1. Mezi majetkové cenné papíry řadíme akcie, zatímní listy, depozitní stvrzenky, podílové listy.
  2. Z vlastnictví akcií vyplývají tato práva: (a) právo podílet se na řízení akciové společnosti, (b) právo podílet se na zisku akciové společnosti, (c) právo podílet se na likvidačním zůstatku akciové společnosti.
  3. Prioritní akcie představují zvláštní druh akcií, s nimiž jsou spojena určitá práva pro jejich majitele. Podíl prioritních akcií na celkovém počtu akcií je obvykle omezen.
  4. Emisní cena akcie (subskripční cena) je cena akcie na primárním trhu neboli cena, za kterou akcii prodává její emitent. Emisní kurz může být nižší, vyšší nebo stejný jako nominální hodnota akcie.
  5. Štěpení akcií (stock split) je operace, při které jsou akcionářům vyměňovány akcie společnosti za nové akcie podle předem určených podmínek a v předem určeném poměru. Obvyklé je štěpení (split) v poměru 3:2, kdy každý akcionář dostává za 2 akcie určité nominální hodnoty 3 nové akcie stejné nominální hodnoty.
  6. Depozitní stvrzenky jsou cenné papíry, které jsou obchodovány na domácím finančním trhu, avšak zastupují (jsou kryty) akcie emitované zahraniční akciovou společností. Depozitní stvrzenky tak umožňují domácím investorům zprostředkovaně vlastnit podíl na zahraničních společnostech, jejichž akcie nejsou na domácí burze obchodovány přímo.
-



## 9 DLUŽNICKÉ CENNÉ PAPIRY

### RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY



V této kapitole si představíme dlužnické cenné papíry jako druhou základní kategorii finančních dokumentů. Dluhopisu jako nejvýznamnějšímu typu dlužnických cenných papírů bude věnována nejvíce pozornosti. Nejprve si vysvětlíme jeho podstatu a následně si představíme hlavní kritéria členění dluhopisů. Rozlišovat je budeme podle emitenta, typu výnosu, zajištění, měny a země původu nebo způsobu splacení. V další části se budeme věnovat vymezení výnosů z dluhopisu a způsobům, jak vypočítat jeho vnitřní hodnotu a jaká je ovlivněna rozdílem mezi kuponovou sazbou a požadovaným výnosem.

V následujících částech kapitoly budou představeny a vysvětleny další dlužnické cenné papíry. Jedná se o státní pokladniční poukázky a způsob jejich emise a prodeje, depozitní certifikáty jako alternativu vůči termínovaným vkladům v bankách, směnkám a komerčním papírům jako tradičním finančním instrumentům a investičním certifikátům jako zástupcům relativně nových a moderních investičních produktů vydávaných bankami.

### CÍLE KAPITOLY



- Naučit se podstatu dluhopisu.
- Rozčlenit dluhopisy podle emitenta a vysvětlit rozdíly mezi jednotlivými typy zejména z pohledu využití a investičních charakteristik.
- Definovat další kritéria členění dluhopisů a jednotlivé typy dluhopisů.
- Pochopit koncept vnitřní hodnoty dluhopisu a naučit se způsoby jejího stanovení.
- Vysvětlit vztah mezi kuponovou sazbou a požadovaným výnosem a následný dopad na vnitřní hodnotu dluhopisu.
- Charakterizovat státní pokladniční poukázky a pojmenovat rozdíly oproti státním dluhopisům.
- Objasnit podstatu depozitních a investičních certifikátů a jejich jednotlivých variant.
- Popsat základní principy a využití směnek a komerčních papírů.

### KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY



Dlužnické cenné papíry, dluhopis, emitent dluhopisu, státní dluhopisy, komunální dluhopisy, bankovní dluhopisy, hypoteční zástavní list, podnikové dluhopisy, výnosy dluhopisů, zajištění dluhopisů, splacení dluhopisů, zahraniční dluhopisy, euroobligace, vnitřní hodnota, kuponová sazba, kuponový výnos, požadovaný výnos, nominální hodnota, výnos

do doby splatnosti, běžný výnos, státní pokladniční poukázky, holandská aukce, americká aukce, depozitní certifikáty, směnka vlastní, směnka cizí, komerční papír, investiční certifikáty.

---

Dlužnické cenné papíry vyjadřují dlužnický vztah mezi vlastníkem cenného papíru a jeho emitentem. Zatímco vlastník cenného papíru vystupuje jako věřitel, emitent cenného papíru je dlužník. Rozdíly mezi jednotlivými dlužnickými cennými papíry spočívají zejména v době splatnosti, způsobu emise a emitentovi. Pro úvodní představení hlavních dlužnických cenných papírů zvolíme kritérium doby splatnosti, na jehož základě rozlišujeme krátkodobé a dlouhodobé finanční dokumenty.

Ke krátkodobým dlužnickým cenným papírům řadíme:

- státní pokladniční poukázky (treasury bills),
- depozitní certifikáty (certificates of deposit),
- směnky (bills of exchange, drafts),
- komerční papíry (commercial papers).

Mezi dlouhodobé dlužnické cenné papíry patří:

- dluhopisy, resp. obligace (bonds),
- hypotéční zástavní listy (mortgage backed securities),
- investiční certifikáty (investment certificates).

Bezesporu nejvýznamnějším dlužnickým cenným papírem je dluhopis, kterému budeme rovněž věnovat nejvíce pozornosti.

## **9.1 Dluhopisy**

Dluhopis resp. obligace je dlužnický cenný papír, který má obvykle pevně stanovenou dobu splatnosti. Emitent se tímto cenným papírem zavazuje, že ve stanovené době splatnosti splatí jmenovitou (nominální) hodnotu dluhopisu. Emitent se též vlastníkovvi dluhopisu zavazuje, že v dohodnutých termínech bude vlastníkovvi vyplácet výnosy z dluhopisu. Výnosem dluhopisu jsou nejčastěji kupónové platby, případně prémie nebo diskont, a to v závislosti na druhu dluhopisu.

U dluhopisů se můžeme setkat s nejednotnou terminologií a několika názvy popisujícími stejný nebo velmi podobný typ cenného papíru. Kromě označení dluhopis, který vychází i z platné legislativy v Česku, se často používá termín obligace a v poslední době také anglické slovo bond. Všeobecně platí, že v teorii i praxi se zejména termíny dluhopis a obligace používají ekvivalentně. Dluhopis se častěji využívá zejména v souvislosti se státními cennými papíry, obligace zase v souvislosti s podnikovými, bankovními či komunálními

dlužnickými cennými papíry. Termín bond je pojmenování dluhopisů a obligací v anglosaských zemích.

Dluhopisy mají v ekonomickém systému velmi významné postavení. Mezi jejich klady patří možnost pro emitenta získat velký objem finančních prostředků, které by nebyly ochotné nebo schopné poskytnout banky, případně konsorcia bank. Dluhopisy jsou tak významnou alternativou bankovních úvěrů. V porovnání s bankovním úvěrem je výhodou jejich prodejnost na sekundárním trhu. Dluhopisy nejsou omezeny na určitou právní formu činnosti nebo podnikání. Nejčastěji je emituje vláda, města a obce, banky a podniky s právní formou akciové společnosti. Umístění dluhopisu na kapitálovém trhu se může realizovat dvěma způsoby.

Přímé umístění dluhopisu na trhu je typické tím, že emitent dluhopisu jedná přímo s investory (věřiteli). Výhodami tohoto způsobu je urychlení celého procesu a nižší náklady na emisi. Hlavními investory do dluhopisů na tomto trhu jsou banky, pojišťovny, podílové a penzijní fondy. Zprostředkované umístění dluhopisu na trhu se využívá podstatně častěji než přímé umístění. Jako zprostředkovatelé vystupují především banky, které zabezpečují upisovatele, samotnou emisi, marketing, případně i poradenskou činnost. Banka může zabezpečit emisi sama nebo za tímto účelem může vytvořit syndikát bank. Základním cílem banky je získat dluhopisy za co nejnižší cenu a potom je prodat na trhu s maximálním ziskem.

### 9.1.1 ČLENĚNÍ DLUHOPISŮ PODLE EMITENTA

I dluhopisy můžeme klasifikovat podle mnoha rozličných kritérií. Základním z nich je rozlišení podle emitenta, kde dostáváme následující základní členění: státní dluhopisy, komunální dluhopisy, bankovní dluhopisy a podnikové dluhopisy.

#### STÁTNÍ DLUHOPISY

Státní dluhopisy (government bonds) jsou emitovány vládou, kterou obvykle zastupuje ministerstvo financí. Dluhopisy slouží zejména na pokrytí schodku ve státním rozpočtu a státního dluhu. Pro vyspělé země obvykle představují levný zdroj finančních prostředků. Existují však také účelové emise státních dluhopisů, které se zaměřují na podporu výstavby dálnic, bytů nebo úhradu škod a obnovu území po přírodních katastrofách.

Státní dluhopisy obvykle představují cenné papíry s nulovým rizikem nesplacení (insolence). Je s nimi ale spojené tržní riziko, jelikož jejich cena na kapitálovém trhu se mění v závislosti na aktuálním vývoji nabídky a poptávky. Všeobecně platí, že čím je doba splatnosti dluhopisů delší, tím je tržní riziko vyšší. Pro investory jsou státní dluhopisy bezpečnou investicí, která však neslibuje vysoký výnos. Výhodou je jejich vysoký stupeň likvidity, investor je kdykoliv může rychle a levně směnit na hotovost.

V Česku vznikl trh státních obligací v letech 1990-1991 a byl tvořen 5 % státními rehabilitačními dluhopisy. V současnosti se emise státních dluhopisů se řídí emisním programem a úzce souvisí s vývojem státního rozpočtu a záměry hospodářské politiky vlády z hlediska jeho případného deficitu, resp. krytí deficitu. Dluhopisy jsou nabízeny většinou prostřednictvím americké výnosové aukce. V důsledku tradičně deficitního hospodaření státního rozpočtu byl v Česku postupem času emitován dostatečný objem státních dluhopisů, a proto podmínky na trhu státních dluhopisů v Česku lze považovat za příznivé.

Pro současný trh dlouhodobých a střednědobých státních dluhopisů je charakteristické postupné sblížení podmínek emise a obchodování v různých, zejména evropských, zemích. Prosazuje se například aukční systém prodeje (holandský či americký typ aukce). Postupně se také odstraňují překážky pro účast zahraničních subjektů na trzích státních dluhopisů a dochází k jejich zrovnoprávnění s účastníky domácími. V roce 2011 Ministerstvo financí ČR poprvé realizovalo emisi státních dluhopisů, které byly přímo nabízeny občanům (fyzickým osobám). Od té doby probíhají emise dluhopisů pro občany pravidelně, o jedné z nich podrobněji pojednává případová studie.



## **PŘÍPADOVÁ STUDIE**

### **DLUHOPIS REPUBLIKY**

Jde o státní dluhopis pro občany emitovaný při příležitosti výročí 100 let založení Československé republiky. Ministerstvo financí se rozhodlo přistoupit ke spuštění projektu vzhledem k aktuálnímu vývoji výnosů státních dluhopisů a navyšování základních úrokových sazeb ze strany ČNB. Cílem je nabídnout občanům konzervativní a stabilní formu zhodnocení svých úspor za srovnatelných podmínek, jaké mohou využívat i velké finanční skupiny. Pro stát takový způsob financování představuje diverzifikaci rizik, a také větší stabilitu, pokud dluh drží nejen zahraniční investoři, ale i občané.

#### **Komu jsou dluhopisy určeny**

Okruh osob, které si mohou dluhopis pořídit a vlastnit, je omezen pouze na fyzické osoby. Minimální hodnota je stanovena na 1 000 Kč, maximální je omezena 5 mil. Kč v rámci jedné emise pro jednotlivý typ Dluhopisu Republiky.

#### **Upisovací období**

18. 3. 2019 – 14. 6. 2019 s datem emise 1. 7. 2019

#### **Reinvestiční dluhopis**

Reinvestiční spořicí státní dluhopis s dobou do splatnosti 6 let s rostoucími ročními kupóny a prémiovým posledním kupónem k posílení motivace držet dluhopisy do splatnosti. Průměrný výnos bude stanoven v souladu s výnosy státních dluhopisů obchodovaných na finančním trhu k datu zahájení úpisu dluhopisu, tj. bez přírážky nad tržními výnosy.

### **Proti-inflační dluhopis**

Novinkou v nabídce je dluhopis, který je vhodný zejména pro ty investory, kteří chtějí ochránit své úspory před znehodnocením vlivem růstu cenové hladiny. Výnos bude stanoven přesně podle vývoje spotřebitelských cen a bude navýšen o marži 0,50 % p. a. Výnosy dluhopisu budou reinvestovány jednou ročně a minimální úroková sazba je garantována ve výši 0,50 % p. a. Splatnost dluhopisu je 6 let.

### **Kde a jak nakoupit**

Prodej probíhá nepřetržitě každý den přes internetovou aplikaci [pssd.sporicidluhopi-sy-cr.cz](http://pssd.sporicidluhopi-sy-cr.cz), úpis pak čtvrtletně ve stanovených intervalech. Proti-inflační dluhopis lze objednat pouze přes elektronický přístup k majetkovému účtu. Žádost o úpis reinvestičního dluhopisu je možné podat i osobně na jedné ze 47 poboček ČSOB, a.s. Všem vlastníkům nových dluhopisů bude automaticky zřízen elektronický přístup k majetkovému účtu.

---

## **KOMUNÁLNÍ DLUHOPISY**

Komunální dluhopisy (municipal bonds) jsou emitované místními samosprávnými jednotkami, nejčastěji městy, obcemi nebo územními celky. Emise těchto dluhopisů slouží zejména na pokrytí deficitu rozpočtu těchto správních jednotek, případně na podporu různých investic a aktivit v rámci města či regionu.

Komunální dluhopisy jsou nejčastěji emitovány jako sériové dluhopisy nebo jako termínované dluhopisy. Při sériové emisi jsou jednotlivé série obligací splatné vždy v určitém období, např. první série je splatná za 3 roky, druhá série za 5 roků apod. Termínované dluhopisy jsou splatné k přesně stanovenému fixnímu datu v budoucnosti.

Ve vyspělých tržních ekonomikách se emitují komunální dluhopisy ve formě generálních či důchodových obligací. Generální komunální dluhopisy může emitent splácet z jakýchkoliv příjmů včetně daňových výnosů. Tyto dluhopisy jsou mezi investory velmi oblíbené a mají nejlepší pověst. Důchodové komunální dluhopisy se splácejí jen z konkrétních zdrojů, například z poplatků za dodávky vody, kanalizaci či sběr a odvoz odpadu. Důchodové dluhopisy se emitují zejména na zabezpečení financování veřejných služeb, jako je vodní a odpadové hospodářství nebo rozvody energií.

## **BANKOVNÍ DLUHOPISY**

Bankovní dluhopisy (bank bonds) jsou emitovány bankami, které mají často i mezinárodní charakter. Emisí bankovních obligací se banka snaží získat další kapitál na zabezpečení své činnosti a rozvoj. Tento druh obligací je pro investory zajímavý především z důvodu, že jejich výnosnost je vyšší než výnosnost státních dluhopisů. Vyšší výnosnost bankovních obligací však úzce souvisí i s vyšším rizikem.

Speciálním typem bankovních dluhopisů jsou hypoteční zástavní listy. Jsou to dluhopisy vydávané hypotečními bankami s cílem získat finanční prostředky na poskytování hypotečních úvěrů. Jmenovitá hodnota a hodnota poměrného výnosu hypotečních zástavních listů je plně kryta pohledávkami z hypotečních úvěrů. Pro řádné krytí jmenovité hodnoty hypotečních zástavních listů mohou být použity pouze pohledávky z hypotečních úvěrů, které nepřevyšují 70 % ceny zastavených nemovitostí. Vedle institutu řádného krytí funguje také náhradní krytí, což mohou být jen vysoce likvidní a bonitní prostředky (například hotovost, státní dluhopisy nebo vklady u ČNB). Takto kvalitní krytí činí z hypotečního zástavního listu jeden z vůbec nejbezpečnějších cenných papírů. Hypoteční zástavní listy jsou tak vhodné pro konzervativní investory, kteří nemají příliš velké zkušenosti s kapitálovými trhy a nechtějí podstupovat velké riziko.

V případě, že dlužník, který získal hypoteční úvěr, není schopen splácet dluh, může banka uspokojit své nároky výtěžkem z prodeje zastavených nemovitostí. Zástavní práva, která vyplývají ze zástavního hypotečního listu, mají přednost při uspokojování nároků ze zastavených nemovitostí před jinými zástavními právy.

## **PODNIKOVÉ DLUHOPISY**

Podnikové dluhopisy (corporate bonds) jsou emitovány nefinančními společnostmi. Slouží na získání dlouhodobého kapitálu pro potřeby společnosti. Tvoří alternativní zdroj dlouhodobého financování podniku a jsou alternativou zejména k dlouhodobým bankovním úvěrům. Investoři, kteří investují do podnikových obligací, upřednostňují vyšší výnos za cenu vyššího rizika. Podniky ve špatné finanční situaci nebo zcela nové firmy bez kreditní historie emitují dluhopisy, které mají velmi vysoký výnos, ale jsou velmi rizikové. Jedná se tedy o obligaci nízké kvality s vysokým výnosem, které se často označují jako podřadné resp. prašivé dluhopisy (junk bonds). Pro lepší orientaci v kvalitě firemních dluhopisů lze využít hodnocení ratingových agentur. Nejznámějšími mezinárodními ratingovými agenturami jsou Standard & Poor's Corporation, Moody's Investor Service nebo Fitch IBCA Investor Service. Ratingové hodnocení se vyskytuje v mnoha dílčích stupních, které ale můžeme seskupit do dvou hlavních kategorií – investiční a spekulativní.

V Česku se v posledních letech ukázal jako problematický trh dluhopisů, které jsou vydávány v emisích malého objemu (do 1 mil. EUR) a nepodléhají tak regulaci ČNB. V období velice nízkých úrokových sazeb i drobní investoři hledali investiční příležitosti s atraktivním výnosem a často investovali do dluhopisů vydávaných desítkami menších firem, od stavitelů domů či hotelů až po průmyslové výrobce. V mnoha případech se takoví

emitenti dostali do finančních problémů a nebyli schopni splatit své závazky. Celá řada investorů pak přišla o značnou část investovaných peněz.

## PŘÍPADOVÁ STUDIE



### DLUHOPISY FIRMY ZOOT

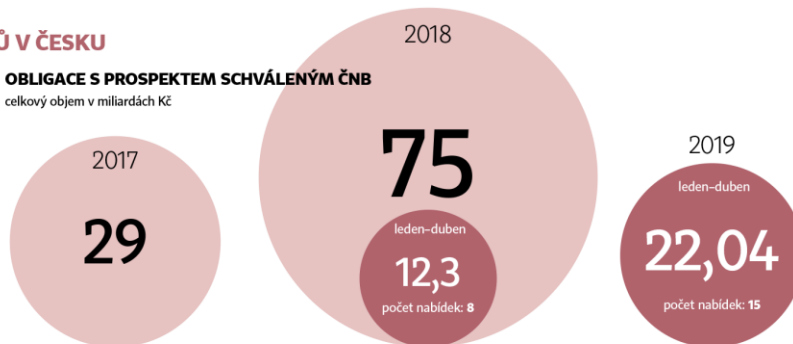
Internetový prodejce oblečení Zoot emitoval v roce 2016 dluhopisy se splatností 4 roky a fixní kuponovou sazbou 6,50 %. Investoři v rámci této emise nakoupili dluhopisy v celkovém objemu 230 mil. Kč. Na začátku roku 2019 se začaly naplno projevovat ekonomické problémy emitenta, když nebyl schopen splácet poskytnutý bankovní úvěr ani vyplatit výnosy z emitovaných dluhopisů. Podle emisních podmínek byly dluhopisy v pozici podřízeného dluhu, který má nižší prioritu při splácení pohledávek. Znamená to, že pohledávky na splacení jistiny dluhopisů budou v případě vstupu emitenta do likvidace nebo vydání rozhodnutí o úpadku emitenta uspokojovány až po uspokojení nadřazených pohledávek. Zoot, jenž propaguje svoje prodejny heslem "výdejna radosti", ale dluhopisovým investorům radost neudělal. Nezvádl expanzi, podcenil konkurenci a prodělal na tom, že zákazníci zdarma vraceli objednané zboží. V lednu 2019 firma požádala insolvenční soud o ochranu před věřiteli. Městský soud v Praze schválil plán reorganizace dluhů Zootu, který počítá s tím, že nezajištění věřitelé – tedy držitelé dluhopisů – získají ze své investice nominální hodnoty obligací jen deset procent.

### BOOM FIREMNÍCH DLUHOPISŮ V ČESKU

ČNB má přehled pouze o veřejných nabídkách dluhopisů v objemech nad jeden milion eur (zhruba 26 milionů korun). Jejich vydavatelé musí poskytnout investorům informační investiční prospekt schválený centrální bankou. Ta ale neposuzuje schopnost firem dluhopisy splácet. Objemy a počty nabízených drobných dluhopisů za méně než milion eur ČNB nesleduje a nedohlíží na ně. Podle centrální banky nikdo neví, kolik jich opravdu je.

#### OBLIGACE S PROSPEKTEM SCHVÁLENÝM ČNB

celkový objem v miliardách Kč



#### FIRMY, KTERÉ LETOS NABÍDLY DLUHOPISY S PROSPEKTEM

Jméno	obor	cílový objem nabídky (mlrd. Kč)	úrok %	splatnost	datum schválení prospektu ČNB
DRFG Real Estate	nemovitosti	2	4,5–5,5	2022–2024	10. 1.
Fidurock	nemovitosti	0,3	5,6	2024	15. 1.
Smart Bonds	finanční služby, nemovitosti	5	5,0–5,3	2023–2024	17. 1.
Clever Monitor	technologický start-up	0,1	8,25	2024	30. 1.
RollPap	papírenství	0,12	6,75	2024	19. 2.
Unicapital	finanční služby (Banka Creditas)	5	3,8–4,7	2022–2024	26. 2.
EBM Partners	nemovitosti	1	není stanoven	2029	26. 2.
Realitní fond Praha	nemovitosti	0,8	není stanoven	2039	28. 2.
EMTC – Czech	investiční start-up	3	není stanoven	2029	7. 3.
Ondrášovka Holding	nealko nápoje	0,25	6	2024	13. 3.
Premiot Group	nemovitosti	0,5	8,2	2029	16. 3.
The Remarkables	nemovitosti	0,3	8,7	2022	26. 3.
CEE Real Estate	nemovitosti	0,5	není stanoven	2029	5. 4.
DRFG Financial Management	finanční služby	2	není stanoven	2029	19. 4.
Rohlik.cz	on-line obchod s potravinami	1,2	6,6	2023	27. 4.

Zdroj: ČNB, HN



## 9.1.2 ČLENĚNÍ DLUHOPISŮ PODLE DALŠÍCH KRITÉRIÍ

Další kritéria členění mohou být jak obecná, tak i specifická pro dluhopisy. Tabulka 9-1 zachycuje klíčová kritéria, podle nichž se dluhopisy klasifikují nejčastěji.

**Tabulka 9-1: Členění dluhopisů**

<b>Podle emitenta</b>	státní	komunální	bankovní	podnikový		
<b>Podle výnosu</b>	pevná kupónová sazba	pohyblivá kupónová sazba	nulová kupónová sazba	ziskový dluhopis	prémiový dluhopis	indexový dluhopis
<b>Podle zajištění</b>	pevné zajištění	pohyblivé zajištění	kolaterální zajištění	zajištění umořovací fondem	bez zajištění	
<b>Podle původu</b>	domácí	zahraniční	euroobligace	duální		
<b>Podle splacení</b>	vypověditelný	vyměnitelný (konvertibilní)	opční (warrant)			
<b>Podle podoby</b>	materializovaný (listinný)	zaknihovaný				

Zdroj: vlastní zpracování

Podle **typu výnosu** rozlišujeme dluhopisy s pevnou kupónovou sazbou, plovoucí kupónovou sazbou a nulovou kupónovou sazbou. Dluhopisy s pevnou kupónovou sazbou (s pevným výnosem) přinášejí vždy stejnou výši vyplacené kupónové platby. Kupónová sazba je pevně stanovená po celou dobu životnosti dluhopisu a nemění se. Ceny těchto dluhopisů mají vyšší volatilitu než ceny dluhopisů s pohyblivým výnosem.

Dluhopisy s pohyblivou kupónovou sazbou (s variabilním výnosem) se často označují zkratkou FRN (Floating Rate Notes). Kupónová platba se tedy během životnosti dluhopisu může měnit podle aktuálního vývoje kupónové sazby. Kupónová sazba bývá obvykle navázána například na úrokovou sazbu mezibankovního peněžního trhu jako LIBOR nebo PRIBOR. Základem pro kupónovou sazbu může být také míra inflace nebo jiná veličina. Pozitivem dluhopisů s pohyblivou kupónovou sazbou může být fakt, že odrážejí vývoj úrokových sazeb na finančním trhu a volatilita jejich cen je tak nižší.

Dluhopisy s nulovým kupónem (zero coupon bonds) nepřinášejí majiteli žádnou kupónovou platbu. Výnos z jejich držby tak vyplývá pouze z rozdílu mezi prodejní a nákupní cenou. Standardně jsou tyto dluhopisy při emisi prodávány za nižší než nominální cenu (s diskontem), přičemž v den splatnosti je vyplácena nominální hodnota.

Kromě uvedeného základního členění se vyskytují i další typy dluhopisů lišících se konstrukcí svých výnosů. Například hybridní dluhopisy mají kombinaci pevné a pohyblivé kupónové sazby. Patří mezi ně např. resetovací obligace (reset bonds), které sice investovi přinášejí pevnou kupónovou sazbu, ale tato sazba může být v předem stanovených datech upravena tak, aby se tržní cena dluhopisu vrátila na nominální hodnotu, resp. cenu, za níž byly dluhopisy emitovány.



Dalším kritériem členění dluhopisů může být jejich **zajištění**. Dluhopisy s pevným zajištěním jsou zajištěné konkrétním majetkem emitenta, se kterým nesmí během trvání dlužnického vztahu disponovat. Dluhopisy s pohyblivým zajištěním jsou zajištěné celým majetkem emitenta, ale emitent může s majetkem volně disponovat, a to až do okamžiku, kdy by hrozilo nesplacení dluhopisů. Kolaterálně zaručené dluhopisy jsou dluhopisy zaručené cennými papíry emitenta, které jsou uloženy do úschovy. Dluhopisy zaručené umořovací fondem fungují tak, že emitent vytvoří umořovací fond, který je určený speciálně na vyplacení výnosů a jmenovité hodnoty dluhopisů. Dluhopisy bez zajištění nejsou zaručené ničím, snad jen dobrým jménem emitenta. Výhodně emitovat je proto mohou jen emitenti s dobrou pověstí.

Podle **země původu a měny** se dluhopisy člení na domácí, zahraniční, euroobligace, případně duální dluhopisy. Domácí dluhopisy jsou emitovány na domácím kapitálovém trhu, v domácí národní měně a podléhají legislativě a zvyklostem domácí země. Zahraniční dluhopisy jsou emitovány v zahraničí na kapitálovém trhu jiné než domácí země a znějí na měnu země, v níž byly vydány. Zároveň podléhají zákonům a zvyklostem zahraniční země a jejího kapitálového trhu. Zahraniční dluhopis je například dluhopis německé Deutsche bank vydaný v amerických dolarech a obchodovaný na New York Stock Exchange.

Euroobligace (eurobonds) jsou vydávány ve směnitelných měnách s převahou hlavních světových měn (USD, EUR, GBP apod.) a obchodovány na kapitálovém trhu třetí země. Za euroobligaci můžeme považovat například dluhopis Světové banky vydaný v japonských jenech a obchodovaný na burze v Londýně. Duální dluhopisy (dual currency bonds) jsou charakteristické tím, že jejich výnosy jsou vypláceny v jiné měně, než byly emitovány. Jedná se například o obligace znějící na USD s kupónovými platbami vyplácenými v GBP.

Dalším kritériem členění je **způsob splacení dluhopisu**. Prvním typem v tomto ohledu jsou vypověditelné dluhopisy (callable bonds), které umožňují předčasné splacení. Emitenti tohoto nástroje využívají zejména v období poklesu úrokových sazeb, kdy kupónová sazba dluhopisu výrazně převyšuje úrokové sazby obvyklé na finančním trhu. Emitentům se tak po předčasném splacení nevýhodné emise se tak otevírá prostor pro vydání nové emise s novými podmínkami a nižší kupónovou sazbou. Možnost předčasného splacení vypověditelných dluhopisů je na finančních trzích obvykle kompenzována jejich vyšší výnosností.

Dluhopisy s právem předčasného splacení z podnětu investora (puttable bonds) jsou charakteristické tím, že jejich majitel má právo požadovat po emitentovi předčasné splacení. Investorům tak umožňují zlepšit likviditu nebo opustit investici při existenci výhodnější alternativy na finančním trhu

Nominální hodnota postupně umořovaného dluhopisu (amortizing bond) je obvykle splácená v pravidelných a rovnoměrných splátkách po celou dobu platnosti dluhopisu. Kupónová platba se odvozuje pouze z doposud nesplacené části nominální hodnoty. Na podobném principu, avšak v opačném směru, je založen dluhopis s částečným úpisem (partly paid bond). Investor splácí nominální hodnotu dluhopisu postupně ve splátkách.

Zároveň dostává kupónové platby, ovšem pouze ve výši vyplývající z již splacené nominální hodnoty.

Vyměnitelné (konvertibilní) dluhopisy (convertible bond) dávají majiteli přeměnit je před termínem splatnosti nebo v době splatnosti na přesně určené množství akcií téže firmy. V takovém případě růst kurzu akcie znamená obvykle i růst kurzu konvertibilní obligace. Konvertibilní obligace mají většinou pevné úročení a stanovenou konkrétní dobu splatnosti. Jsou emitovány především menšími firmami, které předpokládají vlastní dynamický růst. Konvertibilní obligace jsou pro investory určitou zárukou proti výrazným výkyvům kurzů, neboť v případě poklesu trhu je pokles jejich kurzu menší, než pokles kurzů akcií. Chrání investory také před snižováním dividend či jejich nevyplácením.

Opční dluhopisy (option bond) mají kromě běžných náležitostí opční list. Ten dává majiteli právo koupit v budoucnu za pevně stanovenou cenu určitý počet akcií emitenta. Opční list může být nedílnou součástí dluhopisu (cum) a být s ní také obchodován, nebo může být od obligace oddělen (ex) a obchodován samostatně. Takto oddělený a samostatně obchodovaný opční list se nazývá warrant. Obsahuje název akcie, která může být prostřednictvím opčních listů získána, opční poměr, tj. kolik opčních listů je třeba na získání jedné akcie, opční dobu, tj. dobu, za kterou musí být opční právo využito, a opční cenu, která musí být zaplacená při využití opce (odebrání akcií).

### 9.1.3 HODNOTA A VÝNOSY DLUHOPISU

Podobně jako u akcií existuje i u dluhopisů způsob výpočtu vnitřní hodnoty, která nám poskytne informaci, za jakou cenu je vhodné dluhopis koupit. Budeme uvažovat pouze dvě základní konstrukce dluhopisu, a to dluhopis s nulovým kupónem a dluhopis s pravidelnou kuponovou platbou.

Klasickým příkladem dluhopisu s nulovým kupónem jsou státní pokladniční poukázky (kap. 9.2), které jsou při emisi prodávány za nižší než nominální cenu. Tato sleva však neznamená, že by po daném dluhopisu neexistovala dostatečná poptávka. Sleva (diskont) je nutná, protože při absenci kuponových plateb představuje jediný zdroj výnosu pro investora. Pro výpočet vnitřní hodnoty dluhopisu použijeme opět koncept současné hodnoty. Jelikož dluhopis s nulovým kuponem přináší pouze jednu platbu, a to splacení nominální hodnoty v den splatnosti, výpočet bude obsahovat pouze jednu položku.

$$VH = \frac{NH}{(1+r)^n} \quad (9.1)$$

$VH$  je vnitřní hodnota dluhopisu,  $NH$  je jeho nominální hodnota,  $r$  je požadovaný výnos z investice a  $n$  je splatnost dluhopisu v letech. Pokud i nadále budeme používat příklad státních pokladničních poukázek, je nutné si uvědomit, že se jedná o krátkodobé cenné papíry se splatností do jednoho roku. Představme si státní pokladniční poukázku Ministerstva financí USA (*U.S. Treasury bill, T-bill*) s nominální hodnotou 100 USD a splatností 1

rok. Vypočteme nyní, za jakou cenu bychom byli ochotni za poukázku zaplatit, pokud budeme požadovat roční výnos 4 %.

$$VH = \frac{100}{(1+0,04)^1} = 96,15 \quad (9.2)$$

Výsledná hodnota 96,15 USD tak je vnitřní hodnota dluhopisu. Státní pokladniční poukázky se ovšem častěji vydávají se splatností kratší než jeden rok. Zachováme-li nominální hodnotu a požadovaný roční výnos, ale změňme splatnost na půl roku, bude výpočet vypadat následovně.

$$VH = \frac{100}{(1+0,04)^{1/2}} = 98,06 \quad (9.3)$$

Jak je z výsledků patrné, vnitřní hodnota šestiměsíční poukázky je vyšší než vnitřní hodnota jednoleté poukázky. Čím kratší je čas do vyplacení nominální hodnoty, tím více jsme ochotni za poukázku zaplatit. U dluhopisu s nulovým kupónem se tak plně promítá stejná vazba mezi cenou a úrokovou sazbou jako v časové hodnotě peněz. Se změnou ceny resp. vnitřní hodnoty se mění i úroková sazba resp. požadovaný výnos, a to v opačném směru. Pokud bude cena jednoleté poukázky 96 USD, výnos můžeme vypočíst takto:

$$r = \frac{NH}{VH} - 1 = \frac{100}{96} - 1 = 0,0417 \rightarrow 4,17 \% \quad (9.4)$$

V případě dluhopisu s opakovanými kuponovými platbami se výpočet vnitřní hodnoty musí rozšířit, jelikož do doby splatnosti bude realizováno více plateb. Kromě pravidelně vyplácených kuponových plateb bude na konci splacena nominální hodnota. Výpočet vnitřní hodnoty tak kopíruje princip současné hodnoty proudu hotovostních toků a lze jej zapsat následovně:

$$VH = \frac{KP_1}{(1+r)^1} + \frac{KP_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{KP_n}{(1+r)^n} + \frac{NH}{(1+r)^n} \quad (9.5)$$

kde  $VH$ ,  $NH$  a  $r$  jsou jako v předešlém případě vnitřní hodnota, nominální hodnota a požadovaný výnos.  $KP_{1..n}$  představuje kuponovou platbu vyplacenou v roce  $n$ . Výše kuponové platby se vypočte jako součin kuponové sazby dluhopisu, jejíž výše je stanovena a nominální hodnoty. Představme si dluhopis s nominální hodnotou 1000 Kč, pevnou kuponovou sazbou 6 % a požadovaným výnosem 4 %. Pravidelná kuponová platba bude činit 6 % z nominální hodnoty 1000 Kč, což je 60 Kč. Vnitřní hodnotu dluhopisu pak můžeme vypočítat takto:

$$VH = \frac{60}{(1+0,04)^1} + \frac{60}{(1+0,04)^2} + \frac{60}{(1+0,04)^3} + \frac{1000}{(1+0,04)^3} = 1055,50 \quad (9.6)$$

Vnitřní hodnota 1055,50 Kč nám pak říká, že abychom dosáhli požadovaného výnosu 4 % ročně, musíme dluhopis koupit za maximálně 1055,50 Kč. Vztah mezi kuponovou sazbou, cenou a požadovaným výnosem se vyvíjí podle základních pravidel vyplývajících jak z aritmetických pravidel výpočtu, tak i principu časové hodnoty peněz.

- Pokud se kuponová sazba rovná požadovanému výnosu, cena resp. vnitřní hodnota dluhopisu se rovná nominální hodnotě.
- Pokud je kuponová sazba vyšší než požadovaný výnos, cena resp. vnitřní hodnota dluhopisu je vyšší než nominální hodnota.
- Pokud je kuponová sazba nižší než požadovaný výnos, cena resp. vnitřní hodnota dluhopisu je nižší než nominální hodnota.

Logiku uvedených zákonitostí si budeme ilustrovat na druhé možnosti, kterou jsme i prakticky vypočetli. Samotný dluhopis nabízí investorovi 6% výnos z kuponových plateb. Investor však od investice očekává a usiluje pouze o 4% výnos. Nadbytečné 2 procentní body výnosu si tak může dovolit ztratit tím, že dluhopis zakoupí za více než nominální hodnotu, přesně za 1055,50 Kč. Vysvětlení funguje i z opačné perspektivy. Jestliže investor koupí dluhopis za více než nominální hodnotu, vykazuje kapitálovou ztrátu, protože při splatnosti dluhopisu obdrží pouze nominální hodnotu. Tato ztráta mu pak snižuje celkový výnos z držby dluhopisu, který musí být logicky nižší než výnos z kuponových plateb. Výnos do doby splatnosti (*yield to maturity*) je tak nejlepším a nejpřesnějším měřítkem výnosu z držby dluhopisu, protože zahrnuje nejen veškeré kuponové výnosy, které majitel dluhopisu obdrží do doby splatnosti, ale také kapitálový výnos vyplývající z rozdílu kupní ceny a nominální hodnoty.

Kromě výnosu do doby splatnosti se v souvislosti s dluhopisy často používá i běžný výnos (*current yield*), který se počítá podle následujícího vztahu:

$$cy = \frac{KP}{P} \quad (9.7)$$

kde  $cy$  je běžný výnos dluhopisu,  $KP$  je roční kuponová platba a  $P$  je cena, za níž byl dluhopis zakoupen. Běžný výnos tak představuje pouze kuponovou (úrokovou) složku celkového výnosu z držby dluhopisu a ignoruje kapitálový zisk nebo ztrátu. Jako příklad opět použijeme náš tříletý dluhopis s pevnou kuponovou sazbou 6 %. Předpokládejme, že jsme jej koupili za 950 Kč, tedy méně než nominální hodnotu.

$$cy = \frac{60}{950} = 0,0632 \rightarrow 6,32 \% \quad (9.8)$$

## 9.2 Státní pokladniční poukázky

Státní pokladniční poukázky jsou krátkodobé, úvěrové a diskontované cenné papíry, které představují přímý závazek s krátkou dobou splatnosti a slouží ke krytí deficitu ve státním rozpočtu. Přesněji řečeno, cílem jejich emise je pokrytí krátkodobého nesouladu mezi příjmy a výdaji státního rozpočtu. Doba splatnosti je maximálně 1 rok, většinou se emitují na období 3, 6 a 9 měsíců.

Objem emise státních pokladničních poukázek je ovlivněn mimo jiné i fází ekonomického cyklu. Zkušenosti vyspělých zemí ukazují, že v období recese ekonomiky se zvyšuje

objem jejich emise. Obvykle se emitují v pravidelných sériích, nicméně v případě nečekané potřeby finančních prostředků se mohou emitovat i mimořádně.

V Česku emituje státní pokladniční poukázky Ministerstvo financí ČR prostřednictvím ČNB. Primární prodej probíhá aukčním způsobem, tedy analogicky jako u státních dluhopisů. Na aukci nejsou vždy uspokojeni všichni investoři, protože obstojí jen ti, kteří nabídnou nejvyšší ceny, které jsou výhodné pro emitenta. Investoři, kteří neuspěli v aukci, si mohou nakoupit státní pokladniční poukázky na sekundárním trhu, kde se rovněž obchodují. Do státních pokladničních poukázek investují zejména komerční banky, které si z nich vytvářejí značnou část svých portfolií.

Pokladniční poukázky jsou vysoce likvidní, dobře obchodovatelné cenné papíry, které mají nízké riziko, a proto nižší výnos než jiné druhy cenných papírů. Prodávají se s diskontem, tj. za nižší cenu než je jmenovitá hodnota a v době splatnosti je vyplacena vlastníkovi celá nominální hodnota.

Vlastní aukce státních pokladničních poukázek (Tabulka 9-2), stejně jako jiných finančních dokumentů, může probíhat dvěma základními způsoby – americkou nebo holandskou aukcí. Před aukcí obvykle emitent stanoví minimální cenu v procentech nominální hodnoty (maximální výnos pro investora) a předpokládaný objem emise. Následně emitent shromáždí poptávky účastníků a sestaví pořadí dle výhodnosti. U holandské aukce získávají poukázky všichni účastníci aukce, jejichž poptávka je uspokojena, za stejnou cenu – cenu nabízenou posledním uspokojeným účastníkem. Při americké (výnosové) aukci získává každý uspokojený účastník poukázky za cenu, kterou sám nabízel. Stejně cenné papíry jsou tak v rámci jedné aukce prodávány za různé ceny (multiple price auction).

**Tabulka 9-2: Oznámení o aukci a výsledky aukce státních pokladničních poukázek**

Oznámení o aukci		Výsledky aukce	
Kód emise	21907806	Požadováno (mld. Kč)	11,320
ISIN	CZ0001005680	Prodáno (mld. Kč)	1,120
Emitent	Ministerstvo financí ČR	Emitent odkoupil	0
Název emise	SPP 26T	Průměrný výnos (% p.a.)	1,565
Datum emise	18. 01. 2019	Průměrná cena	99,21502
Datum splatnosti	19. 07. 2019	Uspokojení na max. výnosu	100 %
Objem emise	0 – 5 mld. Kč		
Jmenovitá hodnota	1 000 000 Kč		
Způsob prodeje	holandská aukce		
Datum aukce	17. 01. 2019		

Zdroj: Česká národní banka [online] Dostupné z <https://www.cnb.cz/cs/financni-trhy/trh-statnich-dluhopisu/kratko-dobe-dluhopisy-statni-pokladnicni-poukazky/aukce-statnich-pokladnicnich-poukazek-spp/index.html> [vid. 6. 5. 2019]

### 9.3 Depozitní certifikáty

Depozitní certifikáty jsou úročené cenné papíry potvrzující uložení peněžních prostředků do bank nebo jiných depozitních institucí na přesně stanovené období. Banky vy-

dávají depozitní certifikáty s cílem získat krátkodobé a střednědobé volné peněžní prostředky zejména od obyvatel, ale také od podnikatelských subjektů a velkých investorů. Pro klienty bank představují alternativu termínových bankovních vkladů. Pro banky jsou depozitní certifikáty výhodnější z hlediska řízení likvidity, protože klient nemůže požádat o jejich vyplacení před dobou splatnosti.

Depozitní certifikáty jsou emitovány v různých nominálních hodnotách, přičemž výše nominální hodnoty určuje cílovou skupinu investorů. Nižší nominální hodnoty jsou určeny zejména pro obyvatelstvo, střední a vyšší jsou určeny pro firmy a velké institucionální investory. Úrokové sazby depozitních certifikátů vycházejí ze situace na peněžním trhu, jsou stanoveny na ročním základě formou pevného procenta z nominální hodnoty. Jejich úroveň je vyšší než výnosy ze státních pokladničních poukázek, protože mají vyšší riziko insolventnosti a jejich výnosy podléhají zdanění.

Podle obchodovatelnosti se depozitní certifikáty člení na obchodovatelné a neobchodovatelné. Obchodovatelné depozitní certifikáty může majitel v případě potřeby prodat před dobou splatnosti na sekundárním trhu. Neobchodovatelné depozitní certifikáty si majitel je musí ponechat až do doby splatnosti, kdy získá vklad s úroky. Tyto depozitní certifikáty jsou oproti neobchodovatelným zvýhodněny například vyšší úrokovou sazbou. Depozitní certifikáty s proměnlivou úrokovou mírou mohou být emitovány i s dobou splatnosti delší než jeden rok (na 2, 3 až 5 let), přičemž jejich úroková sazba se může měnit každých 30, 60, 90 nebo 180 dní a nejčastěji se odvozuje od úrokových sazeb na peněžním trhu, eurodolarovém trhu nebo od sazeb centrální banky.

Eurodolarové depozitní certifikáty se poprvé objevily v roce 1966 a jedná se o obchodovatelné potvrzenky na dolarové vklady s výpovědní lhůtou. Jejich emitentem jsou zejména zahraniční pobočky velkých amerických bank a dalších ekonomicky silných zemí. Mohou být emitovány s pevnou i pohyblivou úrokovou sazbou, která je obvykle vyšší než sazby domácích depozitních certifikátů. Pohyblivá úroková sazba je nejčastěji odvozena od sazby LIBOR. Obří depozitní certifikáty (Jumbo certificates of deposits) jsou vydávány významnými bankovními domy, spořitelny a úvěrovými družstvy s velmi vysokou nominální hodnotou (nejnižší nominální hodnota obvykle činí 100 000 USD). Jsou volně obchodovatelné a určeny zejména pro velké institucionální investory. Americké depozitní certifikáty (Yankee certificates of deposits) emitují pobočky velkých zahraničních bank působících v USA a jsou umístěny na americkém finančním trhu. Americké depozitní certifikáty mohou mít pevné nebo pohyblivé výnosy. Asijskodolarové depozitní certifikáty jsou depozitní certifikáty emitované velkými americkými, britskými a japonskými bankami, které je umísťují na finančních trzích jihovýchodní Asie, zejména v Singapuru, Hongkongu a Šanghaji. Jejich výnosy mohou být pevné i pohyblivé (navázané na sazbu singapurského peněžního trhu SIBOR).

## 9.4 Směnky a komerční papíry

Směnka je cenný papír napsaný v přesně stanovené formě, ze kterého vyplývá na jedné straně bezpodmínečný písemně potvrzený platební závazek dlužníka zaplatit částku uvedenou na směnce a na druhé straně právo majitele směnky požadovat ve stanovené době tuto úhradu. Doba splatnosti směnky je obvykle do jednoho roku. Směnky patří mezi nejpoužívanější a nejstarší nástroje peněžního trhu, jejich vznik se datuje do 12. století na území dnešní Itálie.

V Česku se směnky, obchodování a nakládání s nimi řídí zvláštním zákonem, jde o Zákon č. 191/1950 Sb., zákon směnečný a šekový. Tento zákon vychází ze Ženevských konvencí platných od roku 1930, které sjednotily směnečné a šekové zákony ve většině evropských zemí. Kromě Ženevské konvence existuje i Anglosaská konvence, z níž vycházejí patřičné zákony například v USA, Kanadě, Velké Británii, Austrálii a jejich bývalých koloniích.

Směnky se podle obsahu a způsobu vyrovnání člení na dva základní druhy:

- Směnka vlastní je krátkodobý cenný papír, v kterém se výstavce (emitent, trasant) směnky bezpodmínečně zavazuje, že zaplatí v určitý čas stanovenou sumu věřiteli (remitentovi), který je na směnce uveden, nebo na jeho řad.
- Směnka cizí je krátkodobý cenný papír, ve kterém výstavce (emitent, trasant) směnky přikazuje třetí osobě (směnečníkovi, trasátovi), aby věřiteli (remitentovi), nebo na jeho řad, zaplatil v určitý čas stanovenou sumu.

Se směnkami lze provádět celou řadu operací. Z pohledu využití směnky ve finančním sektoru je významný eskont směnky, který představuje prodej směnky jejím vlastníkem před dobou splatnosti, nejčastěji komerční bance. Majitel směnky tak získá hotovost dříve a může ji využít na jiné účely. Banka si za odkoupení směnky určí diskont (slevu), který představuje úrok ode dne eskontu do doby splatnosti směnky. Banka může takto získanou směnku odprodat dál, pak se jedná o reeskont směnky.

Komerční papír je krátkodobý dlužnický cenný papír, který emituje ekonomicky silná společnost, často s nadnárodní působností. Tento druh cenného papíru představuje zdroj krátkodobých peněžních prostředků a je tedy alternativou ke krátkodobým bankovním úvěrům. Společnosti emitují komerční papíry především s cílem získat prostředky ke krytí provozních potřeb jako je výplata mezd, nákup surovin, zaplacení krátkodobých závazků vůči obchodním partnerům či daňovému úřadu apod. Hlavním důvodem jejich vzniku byla skutečnost, že získávání krátkodobých bankovních úvěrů bylo pro společnosti nákladné a poměrně složité.

Výnosnost komerčních papírů je velmi adaptabilní, jelikož citlivě reagují na vývoj peněžního trhu, tedy na poptávku a nabídku krátkodobých zdrojů. Výnosy se počítají s použitím metody bankovního diskontu, podobně jako u státních pokladničních poukázek. Vý-

nosnost komerčních papírů je všeobecně vyšší než výnosnost státních pokladničních poukázek, nicméně nižší než úrokové sazby krátkodobých bankovních úvěrů. Podle způsobu emise můžeme komerční papíry členit do dvou základních skupin:

- Přímé komerční papíry jsou emitovány velkými společnostmi, které je prodávají přímo investorům. Jejich nevýhodou jsou náklady na přímou administraci emise, distribuce a marketingu. Proto se emitují ve velkém množství, což zajistí jednodušší pokrytí těchto nákladů;
- Dealerské komerční papíry emitují méně známé společnosti a prodávají je nejprve dealerům. Dealeři obvykle skupují celou emisi za zvýhodněnou cenu a následně komerční papíry prodávají individuálním investorům za cenu vyšší. Výhodou dealerských papírů je, že emitent tak nemusí sám hledat investory, nevýhodou je obecně nižší výnos z emise pro emitenta.

Doba splatnosti tohoto druhu cenných papírů se pohybuje v rozpětí od 3 dnů do 9 měsíců. Několikadenní komerční papíry se označují jako víkendové papíry. Mezi výhody komerčních papírů patří především jejich vysoká kvalita a přitažlivost pro investory, přibližují se kvalitě státních pokladničních poukázek. Mnozí emitenti komerčních cenných papírů mají vysoký mezinárodní rating své úvěrové schopnosti, která zaručuje jejich kvalitu a solventnost.

Kromě výhod přinášejí komerční papíry také určité nevýhody. Emise těchto cenných papírů může narušit dobré vztahy mezi společnostmi a bankami. Komerční papíry jsou poměrně citlivé na hospodářské podmínky, proto v čase ekonomické recese je poměrně náročné získat krátkodobé peněžní prostředky za přijatelných podmínek. Nevýhodou může být i to, že tento druh cenných papírů není možno vypovědět a splatit tak dluh před dobou splatnosti.

## 9.5 Investiční certifikáty

V posledních letech se kromě tradičních finančních nástrojů objevují i nové investiční produkty, které reagují na nové potřeby a požadavky investorů. Velké finanční instituce přicházejí na trh s novými strukturovanými investičními nástroji, mezi něž patří také investiční certifikáty.

Trh investičních certifikátů se rychle rozvíjí a vznikají stále nové modifikace a varianty. Investiční certifikát vznikl původně v Německu a je oblíbený zejména v Evropě. Postupem času se však rychle rozšiřuje do celého světa.

Investiční certifikát je ve své podstatě dluhopis, který emituje ve většině případů banka a zavazuje se vyplatit jeho majiteli finanční prostředky podle předem stanovených podmínek a kritérií. Investor může investiční certifikát v libovolném období koupit nebo prodat na burze, případně u emitenta, přičemž přesný postup je definován v prospektu emitenta.



Cena investičních certifikátů obchodovaných na burze i mimoburzovních trzích se odvíjí na základě vývoje ceny podkladového aktiva. Podkladovým aktivem investičního certifikátu mohou být burzovní indexy, jednotlivé akcie, akciové koše, různé komodity, měny apod. U každého investičního certifikátu jsou přesně stanovená pravidla, jak se určuje jeho cena. Na rozdíl od tradičních cenných papírů jako jsou akcie nebo dluhopisy není jejich cena determinovaná nabídkou a poptávkou na finančním trhu. Doba splatnosti investičních certifikátů může být omezená nebo neomezená.

Nákupem investičního certifikátu si tak investor nekupuje ani akcie, ani podílové listy, ropu nebo zlato, ale půjčuje peníze bance na základě přesných pravidel a kritérií, které jsou předem známy oběma subjektům. Investiční certifikáty byly zpočátku určeny jen pro velké institucionální investory, ale postupně se stávají zajímavými i pro drobné investory. Spektrum certifikátů je poměrně široké a obsahuje velké množství nejružnějších modifikací a variant. Počátky byly spojené zejména s indexovými certifikáty, ale v současnosti již existuje velké množství různých druhů a typů investičních certifikátů. Každý investor si tak může nalézt certifikát, který bude přesně odpovídat jeho investičnímu portfoliu a preferencím v oblasti výnosnosti, likvidity a rizika. Zaváděním specifických parametrů však nadále vznikají nové a jedinečné konstrukce, čímž se nabídka investičních instrumentů dále zvyšuje. Blíže si představíme některé základní typy investičních certifikátů.

Indexové certifikáty odrážejí hodnotový vývoj příslušného indexu (akciového či komoditního) v předem stanoveném odběrném poměru, který může být např. 1:1, 1:10, 1:100, 1:1000 apod. Pokud má burzovní index, na který je zavěšen indexový certifikát hodnotu 1000 bodů a odběrný poměr je 1:10, tak hodnota certifikátu je 100 EUR. Při růstu burzovního indexu o 10 % na 1100 bodů (tedy o 100 bodů) vzroste i hodnota investičního certifikátu o 10 % na 110 EUR. V případě poklesu burzovního indexu na hodnotu 800 bodů, by klesla i hodnota certifikátu na 80 EUR. Doba trvání indexových certifikátů je zpravidla neomezená, dávají neomezenou a úplnou možnost podílet se na růstu či poklesu podkladového aktiva. Indexové certifikáty jsou vhodné zejména pro investory, kteří očekávají rostoucí (býčí) akciový trh.

Basket certifikáty obsahují uměle vytvořený koš cenných papírů, o jehož složení rozhoduje emitent. Koš cenných papírů je často zaměřen na jednotlivý obor, průmyslové odvětví nebo zeměpisnou oblast. Basket certifikáty mají omezenou nebo neomezenou dobu trvání. Cena basket certifikátů je odvozená od hodnoty cenných papírů obsažených v daném koši. Basket certifikáty jsou vhodné pro investory, kteří předpokládají, že akcie z určitého odvětví nebo geografického regionu budou růst rychleji než ostatní akcie, ale zároveň nechtějí investovat do jednotlivých cenných papírů.

Sprint certifikáty umožňují investorovi podílet se na růstu podkladového aktiva v dvojnásobné míře. Využívají princip finanční páky, přičemž je stanovený nejvyšší možný výnos pro podkladové aktivum. V době splatnosti jsou možné tři varianty výnosů. Když podkladové aktivum vzroste nad nejvyšší možný výnos, pak investor obdrží dvojnásobek nejvyššího možného výnosu. V tomto případě dosáhne investor nižší výnos než u přímé investice do podkladového aktiva. Jakmile cena podkladového aktiva vzroste, ale méně než

je stanovený maximální výnos, pak investor získá dvojnásobný výnos. A konečně když cena podkladového aktiva poklesne pod emisní hodnotu, podílí se investor na ztrátě proporcionálně. Doba splatnosti sprint certifikátů je omezena (3 až 18 měsíců). Certifikáty jsou vhodné pro investory, kteří očekávají mírný růst podkladových aktiv, ale chtějí maximalizovat výnos, aniž by podstoupili dodatečné riziko.

Garantované certifikáty poskytují ochranu proti poklesu hodnoty podkladového aktiva výměnou za to, že se investor bude jen částečně podílet na růstu hodnoty podkladového aktiva. Princip garance spočívá v tom, že větší část hodnoty certifikátu investuje emitent do dluhopisu s nulovým kupónem, a to přesně tolik, aby při splatnosti byla získána částka odpovídající emisní hodnotě certifikátu. Druhá část hodnoty certifikátu je investována do podkladového aktiva. Na růstu podkladového aktiva se investor podílí procentním podílem. Doba trvání garantovaných certifikátů je omezená (5 až 10 let). Certifikáty jsou vhodné pro konzervativní investory, kteří touží po vyšším zhodnocení.



### **SAMOSTATNÝ ÚKOL**

Prostudujte aktuální nabídku emisí dluhopisů na webovém portálu [www.dluhopisy.cz](http://www.dluhopisy.cz). Vyberte si několik nabízených emisí a zkuste porovnat jejich podmínky a zejména riziko pro potenciální investory. Nakonec vyberte jeden dluhopis, do něhož byste byli ochotni investovat a určete, kolik maximálně byste investovali. Svou volbu zdůvodněte.

---



### **OTÁZKY**

1. Vyjmenujte hlavní typy dlužnických cenných papírů.
  2. Jak členíme dluhopisy podle emitenta?
  3. Jaký je vztah mezi kuponovou sazbou, cenou a požadovaným výnosem dluhopisu?
  4. Proč jsou státní pokladniční poukázky považovány za nejbezpečnější cenný papír?
  5. Co znamená cizí směnka?
  6. Jak byste charakterizovali investiční certifikát?
-

**SHRNUTÍ KAPITOLY**

Dlužnické cenné papíry vyjadřují dlužnický vztah mezi vlastníkem cenného papíru a jeho emitentem. Hlavním typem této kategorie je dluhopis, který má obvykle předem stanovenou dobu splatnosti a způsob vyplácení výnosů. Klíčovým parametrem členění dluhopisů je emitent. Státní dluhopisy jsou emitovány vládou a slouží zejména na pokrytí schodku ve státním rozpočtu nebo refinancování státního dluhu. Komunální dluhopisy jsou emitované místními samosprávnými jednotkami, nejčastěji městy, obcemi nebo územními celky. Emise těchto dluhopisů slouží zejména na pokrytí deficitu rozpočtu těchto správních jednotek, případně na podporu různých investic a aktivit v rámci města či regionu. Bankovní dluhopisy jsou emitovány bankami, které se snaží získat další kapitál na zabezpečení své činnosti a rozvoj. Speciálním typem bankovních dluhopisů jsou hypotéční zástavní listy. Jsou to dluhopisy vydávané hypotečními bankami s cílem získat finanční prostředky na poskytování hypotečních úvěrů. Podnikové dluhopisy jsou emitovány nefinančními společnostmi. Slouží na získání dlouhodobého kapitálu pro potřeby společnosti. Tvoří alternativní zdroj dlouhodobého financování podniku a jsou alternativou zejména k dlouhodobým bankovním úvěrům.

Další členění dluhopisů může být provedeno podle typu výnosu, zajištění dluhopisu, země původu a měny nebo způsobu splacení. Při těchto členěních rozlišujeme dluhopisy s pevnou kuponovou sazbou, pohyblivou sazbou či nulovou sazbou. Dále dluhopisy s pevným zajištěním, pohyblivým zajištěním, kolaterálním zajištěním nebo bez zajištění. Mezinárodní dluhopisy mohou být definovány jako zahraniční, euroobligace nebo duální dluhopisy. Podobně jako u akcií existuje i u dluhopisů způsob výpočtu vnitřní hodnoty, která nám poskytne informaci, za jakou cenu je vhodné dluhopis koupit. Výpočet vnitřní hodnoty musí reflektovat skutečnost, zda dluhopis vyplácí pravidelné kuponové výnosy či nikoliv. Pro správné pochopení vnitřní hodnoty a jejího srovnání s nominální hodnotou dluhopisu je zásadní porovnání mezi kuponovou sazbou dluhopisu a požadovaným výnosem.

Mezi dlužnické cenné papíry patří rovněž státní pokladniční poukázky. Jedná se o krátkodobé, úvěrové a diskontované cenné papíry, které představují přímý závazek s krátkou dobou splatnosti a slouží ke krytí deficitu ve státním rozpočtu. Dalším typem dlužnického cenného papíru jsou depozitní certifikáty. Jsou vydávány bankami s cílem získat volné finanční prostředky zejména od domácností. Slouží jako alternativa vůči termínovaným vkladům. Velmi tradičním dlužnickým cenným papírem je směnka. Vyplývá z ní na jedné straně bezpodmínečný písemně potvrzený platební závazek dlužníka zaplatit částku uvedenou na směnce a na druhé straně právo majitele směnky požadovat ve stanovené době tuto úhradu. V základním členění rozlišujeme směnku vlastní a cizí. Komerční papír je krátkodobý dlužnický cenný papír, který emituje ekonomicky silná společnost za účelem získání krátkodobých cizích finančních zdrojů. V posledních letech se ve větší míře začínají vyskytovat investiční certifikáty. Jedná se ve své podstatě o dluhopis, který emituje ve většině

případů banka a zavazuje se vyplatit jeho majiteli finanční prostředky podle předem stanovených podmínek a kritérií. Ve finanční praxi existuje celá řada různě konstruovaných investičních certifikátů.

---



## **ODPOVĚDI**

1. Mezi dlužnické cenné papíry řadíme dluhopisy, státní pokladniční poukázky, depozitní certifikáty, směnky, komerční papíry, hypotéční zástavní listy.
  2. Podle emitenta členíme dluhopisy takto: státní dluhopisy, komunální dluhopisy, bankovní dluhopisy a podnikové dluhopisy.
  3. Pokud se kuponová sazba rovná požadovanému výnosu, cena resp. vnitřní hodnota dluhopisu se rovná nominální hodnotě. Pokud je kuponová sazba vyšší než požadovaný výnos, cena resp. vnitřní hodnota dluhopisu je vyšší než nominální hodnota a naopak.
  4. Velice nízké riziko u státních pokladničních poukázek pramení ze skutečnosti, že se jedná o státní cenný papír a zároveň jeho splatnost je relativně krátká (několik měsíců).
  5. Směnka cizí je krátkodobý cenný papír, ve kterém výstavce (emitent, trasant) směnky přikazuje třetí osobě (směnečníkovi, trasátovi), aby věřiteli (remitentovi), nebo na jeho řad, zaplatil v určitý čas stanovenou sumu.
  6. Investiční certifikát je ve své podstatě dluhopis, který emituje ve většině případů banka a zavazuje se vyplatit jeho majiteli finanční prostředky podle předem stanovených podmínek a kritérií.
-

## 10 FINANČNÍ TRHY

### RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY



V této kapitole se budeme věnovat dalšímu ze základních stavebních prvků finančního systému, kterým jsou finanční trhy. Nejprve si určíme hlavní funkce finančních trhů a vysvětlíme jejich přínos k efektivnímu fungování finančního systému i celé ekonomiky. Podstatnou částí kapitoly je členění finančních trhů podle několika klíčových kritérií, zejména podle předmětu obchodování, organizace obchodování nebo doby splatnosti obchodovaných instrumentů. Pozornost budeme věnovat rovněž regulaci finančních trhů s důrazem na situaci v Česku. Podrobněji si ukážeme systém obchodování na finančních, kdy si rozlišíme jednotlivé účastníky trhu, typy obchodních příkazů nebo organizaci obchodování. Pro lepší informovanost o vývoji cen na akciových trzích se využívají různé typy indexů. Ukážeme si proto, jak rozumět kurzovním lístkům i indexovým ukazatelům. V poslední části kapitoly si pak vysvětlíme základní investiční strategie a nástroje pro investiční rozhodování.

### CÍLE KAPITOLY



- Definovat a vysvětlit hlavní funkce finančních trhů.
- Objasnit, jak fungování finančních trhů přispívá k vyšší efektivnosti finančního systému a ekonomiky.
- Umět rozlišit finanční trhy podle předmětu obchodování.
- Umět rozlišit finanční trhy podle formátu jejich organizace.
- Stanovit rozdíly mezi burzami a mimoburzovními trhy a charakterizovat výhody a nevýhody každé kategorie finančních trhů.
- Definovat další kritéria členění finančních trhů a popsat jednotlivé typy a formy trhů.
- Vysvětlit, jak a na jakém základě fungují regulace a dohled na finančními trhy.
- Charakterizovat jednotlivé účastníky obchodování na finančních trzích.
- Popsat základní typy obchodních příkazů na finančních trzích.
- Vysvětlit podstatu akciových indexů, způsob jejich konstrukce, kalkulace a interpretace.
- Porovnat základní investiční strategie používané na finančních trzích.



## KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY

Finanční trhy, likvidita, náklady na obchodování, zpracování informací, transfer rizika, trh akciový, trh dluhopisový, trh devizový, trh derivátový, trh komoditní, burza, mimoburzovní trh, peněžní trh, kapitálový trh, promptní trh, termínový trh, primární trh, primární emise akcií, IPO, sekundární trh, veřejný trh, neveřejný trh, regulace finančních trhů, burzovní publikum, broker, dealer, market maker, makléř, obchodní příkazy, vypořádání obchodu, obchodní systém, kurz cenných papírů, akciový index, investiční strategie, technická analýza, fundamentální analýza.

Finanční trhy představují další ze základních stavebních kamenů finančního systému. Jedná se o trhy, na kterých se obchoduje s finančními dokumenty. Pokud finanční trhy fungují správně, dají se přirovnat k centrální nervové soustavě finančního systému i celé ekonomiky. Rychle přenášejí a reagují na informace z vnějšku a přispívají tak k alokaci volných zdrojů a stanovení reálných tržních cen. Ve finančním systému paralelně funguje mnoho různých finančních trhů, které jsou různou měrou vzájemně provázány. Jejich členění stejně jako rozpoznání účastníků finančních trhů je nezbytnou podmínkou pochopení fungování a úlohy finančních trhů. Jakožto významná součást finančního systému podléhají finanční trhy regulaci a dohledu ze strany státu.

### 10.1 Podstata a funkce finančních trhů

Finanční trhy představují široký, průběžně se vyvíjející a dlouhodobě obtížně vymezitelný soubor institucí, systémů a pravidel, formálních i neformálních, který umožňuje a napomáhá k výměně a obchodování s finančními aktivy. Jak již bylo podrobně vysvětleno v kap. 2 této učebnice, finanční trhy plní v každé tržní ekonomice společně s finančními institucemi (zejména bankami) zásadní úlohu **transformace úspor na investice**. Na finančních trzích se soustřeďuje nabídka dočasně volných finančních prostředků přebytkových ekonomických subjektů a poptávka deficitních subjektů po těchto prostředcích. Finanční trhy pak umožňují přesun těchto prostředků v ekonomice od přebytkových subjektů k subjektům deficitním. V ekonomice bez finančních trhů by dočasně volné finanční prostředky pravděpodobně zůstaly nevyužity, přebytkové subjekty by byly méně motivovány k tvorbě úspor a deficitní jednotky by měly omezené možnosti získání finančních prostředků pro realizaci svých investičních záměrů nebo spotřebních výdajů.

Kromě této funkce plní finanční trhy i další role. Poskytují všem zúčastněným likviditu, snižují náklady na obchodování, shromažďují a předávají informace důležité pro investiční rozhodování a zároveň umožňují sdílet a diverzifikovat riziko.

**Likviditu** jsme již v předešlých kapitolách definovali jako schopnost aktiva přeměnit se v peníze bez ztráty hodnoty. Aktiva, u nichž může dojít k rychlé a bezztrátové přeměně,

považujeme za vysoce likvidní. Naopak aktiva, kde je přeměna pomalá nebo vyžaduje významnou ztrátu na hodnotě, chápeme jako aktiva s nízkou likviditou. Bez existence finančních trhů a příslušné institucionální infrastruktury by prodej finančních aktiv byl velmi obtížný a komplikovaný. Stačí si představit, že by například burza cenných papírů byla otevřena pouze jeden den v týdnu a v ostatní dny by s akciemi nebylo možno obchodovat. Akcie by se bezpochyby staly méně atraktivní investicí, neboť by se výraznou měrou snížila jejich likvidita. Funkční finanční trhy tak umožňují prodat a zpeněžit finanční aktiva téměř kdykoliv a poskytování likvidity je proto jejich důležitou funkcí.

S poskytováním likvidity je spojena další charakteristika finančních trhů, a to je **snížení nákladů na obchodování** s finančními aktivy. Aby finanční trhy mohly poskytovat dostatečnou likviditu, musejí být konstruovány tak, aby transakční náklady na nákup a prodej byly nízké. Vysoké náklady by totiž odrazovaly obchodníky a snižovala by se i likvidita. Pro obchodování na finančních trzích je zpravidla nezbytné obrátit se na specializovaného obchodníka, který zadanou transakci na trhu zrealizuje. Obrat na kapitálových trzích v USA, kde se denně zobchodují miliardy kusů akcií, dokazuje, že transakční náklady jsou nízké a pomáhají udržovat vysokou likviditu. Na druhé straně si ovšem můžeme představit trh nemovitostí, kde veškeré spojené služby realitní kanceláře, právníka, banky a podobně mohou představovat až 10 % celkové ceny obchodu. Trh nemovitostí je také podstatně méně likvidní než trh akciový.

Finanční trhy dále **shromažďují a zpracovávají všechny relevantní informace** o ekonomickém prostředí a emitentech finančních dokumentů a komunikují je dále v podobě tržní ceny. Pokud má společnost dobré vyhlídky do budoucna ohledně zakázek a výnosů, odrazí se to v růstu ceny akcií této společnosti. Není-li společnost schopna vyrábět dostatečně kvalitní produkty a ztrácí zákazníky, což významně zhoršuje její hospodaření, zvyšuje se riziko nesplacení dluhopisů, které emitovala a jejich cena pravděpodobně poklesne. Získávání všech potřebných informací by bylo časově i finančně nákladné a jednotliví investoři by toho nebyli schopni. Adekvátně fungující finanční trhy však všechny tyto informace zaregistrují a absorbují do tržní ceny. Investor je takto zprostředkovaně informován i o kvalitě managementu podniků, může posoudit úspěšnost firem i celých odvětví.

Jestliže finanční dokumenty jsou **prostředkem transferu rizika**, finanční trhy jsou pak místem, kde k tomu transferu dochází. Finanční trhy tak umožňují nakupovat a prodávat finanční dokumenty s různým typem a mírou rizika. Investoři tak jednoduše mohou vstupovat do žádoucího rizika a zbavovat se rizika nežádoucího. Finanční trhy dále umožňují riziko snižovat prostřednictvím diverzifikace neboli vytváření souboru aktiv s různým rizikovým profilem, který se nazývá portfolio. Při vhodném složení portfolio dochází k podstatnému rozložení a snížení rizika ve srovnání se situací, kdy by vše bylo investováno pouze do jednoho aktiva (kap. 1.2).

## 10.2 Členění finančních trhů

Finanční trhy vykazují určitou institucionální podobu, jsou vnitřně strukturované a jako systém tvořené řadou dílčích trhů a jejich segmentů. Při sledování struktury finančních trhů je možno finanční trhy klasifikovat a podrobněji členit podle celé řady různých hledisek. Každé z nich zohledňuje jiný aspekt klasifikace finančních dokumentů, transakcí probíhající na finančních trzích či dalších vlastností finančních trhů. V této učebnici se zaměříme na následující kritéria členění finančních trhů:

- předmět obchodování,
- způsob organizace,
- lhůta splatnosti obchodovaných finančních dokumentů,
- emise nových nebo obchodování s již vydanými dokumenty,
- povinnost zveřejňovat informace o obchodování.

### 10.2.1 ČLENĚNÍ PODLE PŘEDMĚTU OBCHODOVÁNÍ

V klasifikaci podle předmětu obchodování členíme finanční trhy podle aktiva, které je na daném trhu obchodováno. V základním rozlišení pak rozeznáváme:

- trhy akciové,
- trhy dluhopisové,
- trhy devizové,
- trhy derivátové,
- trhy komoditní.

#### AKCIOVÉ TRHY

Akciové trhy jsou v této klasifikaci představovány trhem majetkových cenných papírů, na dluhopisových trzích jsou obchodovány dlužnické cenné papíry. Použité členění odpovídá dvěma základním způsobům, jakými může emitent (dlužník) na finančním trhu získat zdroje, a proto se také dluhopisové a akciové trhy vzájemně liší podle závazku emitenta, který je ztělesněn v příslušném finančním dokumentu. To je významné rovněž z hlediska investora, který nákupem finančního dokumentu nejen poskytuje finanční prostředky, ale také získává určitá práva spojená s finančním dokumentem a jeho držbou. Nákupem dlužnického cenného papíru se investor stává věřitelem, jsou mu placeny úroky a ve lhůtě splatnosti obdrží jistinu. Nákupem vlastnického cenného papíru získává majetkový cenný papír, neboť vložil určitý majetkový podíl do majetku akciové společnosti. Tím také získal určitá práva, přičemž práva spojená s držbou dluhového a vlastnického finančního dokumentu jsou rozdílná.



Akciový trh tak využívají k získání zdrojů výhradně akciové společnosti. Naopak dluhopisový trh je ke stejnému účelu využíván kromě podniků i vládou, bankami a nebankovními finančními institucemi nebo municipalitami. Na trzích lze samozřejmě již emitované cenné papíry prodat a změny majitelů se zpravidla odehrávají opakovaně zejména u akcií a střednědobých a dlouhodobých dluhopisů. Akcie i dluhopisy jsou velmi často obchodovány na stejných burzách cenných papírů za velmi podobných podmínek.

## DEVIZOVÝ TRH

Devizový trh (FX market, FOREX) lze nejlépe charakterizovat jako neformální mimoburzovní trh, na němž se obchoduje s národními měnami podle tradičních pravidel, na jejichž dodržování nedohlíží žádná regulační instituce a i přesto jsou pečlivě dodržována všemi účastníky trhu. Dochází na něm k obchodování s jednotlivými měnami a ke konverzi kupní síly jedné měny do kupní síly druhé měny. Devizový trh je zdaleka největším a nejlikvidnějším finančním trhem na světě. Celosvětový denní obrat na devizovém trhu dosáhl v dubnu 2016 podle výzkumu Banky pro mezinárodní platby 5,06 bilionu USD. Podrobněji v Tabulce 10-1.

Devizový trh není lokalizován na žádném konkrétním místě, ale je tvořen sítí mezinárodních bank, obchodníků a dalších institucí geograficky rozptýlenou po celém světě. Spojujícími prvky jsou internet, počítačové sítě, telefony či elektronické obchodní systémy. Jedním z klíčových rysů devizového trhu je obchodování probíhající 24 hodin denně. Jelikož účastníky devizového trhu jsou instituce ze všech světových časových pásem, neexistuje okamžik, kdy by někde na světě nebylo možno uzavřít devizový obchod. Dalším z významných rysů devizového trhu je dominantní pozice USD. Více než 90 % všech obchodů na devizovém trhu je uzavřeno mezi bankami a ostatními finančními institucemi na mezibankovním (wholesale) trhu, který je tvořen více než 2000 institucemi rozptýlenými po celém světě. Ve skutečnosti je ovšem devizový trh ovládán skupinou zhruba 20 významných mezinárodních bank, které jsou přítomny ve všech důležitých finančních centrech a vytvářejí většinu světového obratu.

**Tabulka 10-1: Průměrný denní obrat na celosvětovém devizovém trhu (v mld. USD, duben daného roku)**

Tržní segment	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016
Spotové operace	494	568	386	631	1 005	1 490	2 047	1 652
Termínové operace	97	128	130	209	362	475	679	700
Měnové swapy	546	734	656	954	1 714	1 765	2 240	2 378
Ostatní	53	97	67	140	243	250	391	336
<b>Celkový obrat</b>	<b>1 190</b>	<b>1 527</b>	<b>1 239</b>	<b>1 934</b>	<b>3 324</b>	<b>3 981</b>	<b>5 357</b>	<b>5 067</b>
Celkový obrat v devizových kurzech z dubna 2016			1 381	1 884	3 123	3 667	4 917	5 067

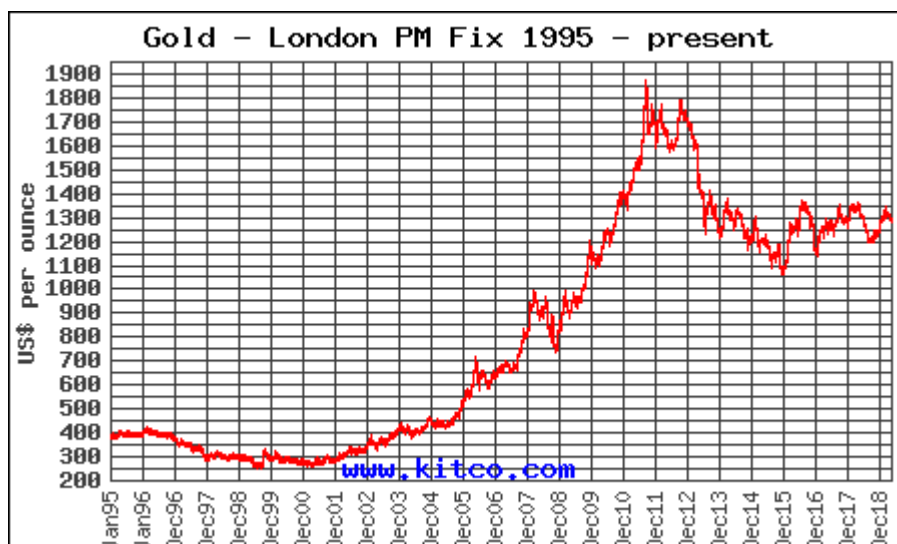
Zdroj: BIS Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange and derivatives markets activity in 2016. Basel: Bank for International Settlements, 2016, s. 9.

## **DERIVÁTOVÉ TRHY**

Deriváty jsou finančními instrumenty, které jsou postaveny (odvozeny) na základě dalších podkladových aktiv. Pod pojmem podkladové aktivum si můžeme představit zahraniční měny, úrokové míry, komodity, akcie, akciové indexy a podobně. Obchodování s deriváty se stalo důležitým a značně vzrůstajícím v posledních 30 letech po celém světě především díky elektronické komunikaci a vypořádacím systémům. Na druhé straně jsou trhy s deriváty často spojovány s pády bank či finančními krizemi včetně té poslední v roce 2008. Finanční deriváty jsou tedy instrumenty, jejichž ocenění závisí na tržních cenách jednoho či více podkladových aktiv. Vypořádání se vždy odehrává v budoucnosti a zisk či ztráta mohou být obvykle relativně lehkou spočitatelné v čase vypořádání. Nicméně je obecně mnohem obtížnější ocenit deriváty před vypořádáním, protože výplata, závislá na budoucích cenách, je neznámá. Samy deriváty často eliminují fyzické vypořádání, což je zejména výhoda u derivátů komoditních. Investoři mohou investovat, zajišťovat se či spekulovat na ropě, pšenici či dobytku bez nutnosti fyzicky vlastnit některé z těchto aktiv. Ve značné většině případů proto dochází k vypořádání finančnímu. V neposlední řadě je zde důležité zmínit, že deriváty dělíme do dvou základních skupin. Jedná se o klasické deriváty (plain vanilla derivatives) typu forward, futures, swapy či opce a exotické deriváty (exotic derivatives), kam patří kreditní deriváty, deriváty na počasí či energie nebo pojišťovací deriváty. Derivátové finanční trhy, respektive derivátové burzy umožňují obchodování se standardizovanými verzemi zejména základních finančních derivátů. Vysvětlení podstaty a fungování finančních derivátů stejně jako derivátových trhů ponecháme na pokročilejší kurzy financí.

## **KOMODITNÍ TRHY**

Na komoditních trzích se obchoduje se širokým spektrem komodit, které zahrnuje jak nerostné suroviny, tak potraviny či polotovary. K finančním trhům lze z komoditních trhů přiřadit pouze trhy drahých kovů, z nichž nejvýznamnější je trh zlata. Rozhodující objemy obchodů na trhu zlata jsou v Evropě realizovány v Londýně. Ceny zlata fixované na londýnském trhu jsou také základem pro další obchody a rozsáhlé obchodování s četnými derivátovými kontrakty na zlato. V několika posledních letech, charakteristických finanční krizí, zvýšenou nestabilitou finančního systému i poklesem hospodářské aktivity a ekonomického růstu se zlato stalo velmi vyhledávaným investičním nástrojem a poptávka po zlatě prudce vzrostla. Odrazilo se to v razantním nárůstu ceny zlata, který započal v roce 2006. Vývoj ceny jedné trojské unce zlata na londýnském trhu od roku 1995 je zachycen v Obrázku 10-1.



**Obrázek 10-1: Cena trojské unce zlata na londýnském trhu (v USD, 01/1995 – 04/2019)**

Zdroj: Databáze Kitco [online] Dostupné z: [https://www.kitco.com/scripts/hist\\_charts/yearly\\_graphs.plx](https://www.kitco.com/scripts/hist_charts/yearly_graphs.plx) [vid. 8. 5. 2019].

## 10.2.2 ČLENĚNÍ PODLE ZPŮSOBU ORGANIZACE FINANČNÍCH TRHŮ

Nákup akcie neprobíhá stejně jako koupě nových bot. Pro akcii si nemůžete přijít do jakéhokoliv ochodu, zaplatit za ní platební kartou a odnést si ji v igelitové tašce. Pokud chcete koupit akcii nebo jiný finanční dokument obchodovaný na finančních trzích, je zapotřebí kontaktovat obchodníka s cennými papíry, který transakci uskuteční za konkrétních podmínek na konkrétním trhu. Právě podle způsobu, jak je obchodování na trzích organizováno, jaké jsou podmínky a přístup k obchodování, rozdělujeme finanční trhy na dvě základní kategorie:

- burzovní trhy neboli burzy (*centralized exchanges*),
- mimoburzovní trhy (*over-the-counter (OTC) markets*).

### BURZY

Burzy jsou přesně vymezeným způsobem organizovaná shromáždění osob, která se konají pravidelně na určitém místě a v určenou dobu. Četné regulace a formální procedury charakteristické pro organizování burzovních obchodů vyžadují zvláštní povolení a burzy tak fungují na základě specifických zákonů a pravidel vymezujících jednotlivé druhy burzovních obchodů. Vlastní obchodování na burze je realizováno na členském principu, členové burzy obchodují podle platných pravidel a burzovních předpisů se zbožím, které musí být k obchodování připuštěno a schváleno vedením burzy. Dalším významným rysem burzovních trhů je, že jsou fyzicky lokalizovány na konkrétním místě. Na burzách se obchoduje určeným množstvím, obchodované zboží (cenné papíry) je zbožím zastupitelným a není na burze fyzicky přítomno. Proto také musí následně dojít k vypořádání burzovních

obchodů. V závislosti na předmětu burzovního obchodu můžeme vymezit burzy komoditní (zbožové), burzy služeb a burzy finanční, přičemž předmětem našeho zájmu budou pouze burzy finanční.

Z hlediska organizačního a právního existují v podstatě tři základní formy burz: burzy organizované státem, které mají charakter veřejnoprávní instituce, dále burzy fungující na bázi neziskové společnosti ve vlastnictví členů burz, a konečně burzy ve formě akciových společností mající charakter soukromoprávní instituce. V současnosti je nejvíce preferovanou formou burza jako soukromoprávní instituce v podobě akciové společnosti. Burzy ve formě akciových společností jsou obecně považovány za přitažlivější pro investory, neboť musí plnit platné účetní standardy a mají vůči veřejnosti informační povinnost jako všechny akciové společnosti. Současně tato forma vytváří předpoklady pro pružnější reakci na zásadní změny na kapitálovém trhu a měnící se ekonomické podmínky přizpůsobením burzovních předpisů a pravidel.

V evropských zemích se k podobě akciové společnosti přešlo od veřejnoprávní formy. Jako klasický příklad dlouhotrvající veřejnoprávní instituce lze uvést Vídeňskou burzu. Byla založena v Rakousko-Uhersku již Marií Terezií v roce 1771 a teprve při spojení Vídeňské burzy s Rakouskou termínovou a opční burzou (ÖTOB) v prosinci roku 1997 byla vytvořena Vídeňská burza, akciová společnost (Wiener Börse AG). Poté bylo v roce 1999 privatizováno 50 % jejích akcií. V anglosaském světě burzy tradičně vznikaly jako neziskové společnosti na základě členského vlastnictví. Členové burzy si kupovali svá místa na burze a získávali tak právo na burze aktivně obchodovat. V USA tento proces přeměny burz na akciové společnosti s veřejně obchodovatelnými akciemi započal koncem 90. let 20. století a prošly jím všechny významné americké burzy, jak je uvedeno v následující případové studii.



## **PŘÍPADOVÁ STUDIE**

### **PROCES PŘEMĚNY AMERICKÝCH BURZ DO PODOBY AKCIOVÉ SPOLEČNOSTI**

První americkou burzou, která se z podoby členského vlastnictví (mutual ownership) transformovala do podoby akciové společnosti, byla Pacific Exchange (PCX) v roce 2000. Proces přeměny je často označován jako demutualizace. Nedlouho poté se PCX sloučila s Archipelago Holdings, Inc. (Area), která představuje Electronic Communication Network (ECN) a vytvořili společnost AreaEX. Tím se AreaEX stala první zcela elektronickou akciovou burzou v USA. V březnu 2006 se uskutečnila největší fúze burz, při níž se New York Stock Exchange (NYSE) sloučila s AreaEX a vznikla tak NYSE Group. Při realizaci fúze byla zároveň změněna forma NYSE do podoby akciové společnosti. Dřívějším majitelům NYSE z řad členů burzy byly nabídnuty akcie nové společnosti a licence k obchodování byly vydraženy v aukci a prodány společností, které chtěly mít elektronický nebo

fyzický přístup do obchodních systémů burzy. Skončil tím tradiční model vzájemného členského vlastnictví NYSE, který přetrvával více než 210 let. Přibližně v době fúze NYSE a AreaEX se na akciovou společnost přeměnila i Chicago Stock Exchange a proces transformace schválilo i představenstvo American Stock Exchange. Stejný vývoj se udál i v dalších zemích anglosaského světa a jako hlavní příklady změny právní formy můžeme uvést Australian Stock Exchange, Hong Kong Stock Exchange, Stock Exchange of Singapore nebo Toronto Stock Exchange. Očekává se, že během několika dalších let bude zhruba 90 % vyspělých burzovních trhů přeměněno na akciové společnosti. Navzdory této změně však zůstávají burzy relativně uzavřené trhy a obchodovat na nich smějí pouze schválení členové.

Zdroj: BESLEY, S., BRIGHAM, E. F. Principles of Finance. 4th ed. Mason, OH: South-Western, 2009, s. 75-76. ISBN 978-0-324-65588-9.

---

Vlastní obchodování na burzách probíhá většinou výlučně přes členy burzy. Ti mohou uskutečňovat transakce s kterýmkoliv jiným členem burzy přímo, nebo prostřednictvím počítačové sítě. Obchodní systém slouží k zajištění obchodování (sběr objednávek/instrukcí, jejich párování, rozesílání informací členům burzy) a k přesunu uzavřených nebo registrovaných obchodů do vypořádacího systému. Ten pak realizuje vypořádání obchodů uzavřených nebo registrovaných v obchodním systému. Prostřednictvím systému je stanoven pro příslušné cenné papíry také jejich kurz.

Na většině burz uzavírání transakcí mezi účastníky burzovních obchodů vstupuje v platnost realizací transakce v počítačovém systému burzy nebo ústní dohodou (cryout), která je následně potvrzena písemně. Obvykle faxem či telefaxem se opraví omyly i vysvětlí chybné úhrady. Na burzách přitom postupně dochází k rušení obchodů na parketu. Například na Londýnské burze (London Stock Exchange, LSE) bylo obchodování na parketu zrušeno v roce 1986 a od listopadu 1992 je také používán systém Sequal ETC (Electronic Trade Confirmation), který v reálném čase potvrzuje obchody, zaznamenané elektronicky. Na Deutsche Börse ve Frankfurtu nad Mohanem byl v listopadu 1997 zaveden nový elektronický způsob obchodování Xetra (Exchange Electronic Trading), při němž jsou veškeré obchody potvrzovány prostřednictvím počítačů a patří k nejmodernějším na světě. Úspěšně byl aplikován rovněž na dalších burzách a od prosince 2012 jej používá i pražská burza cenných papírů.

Obchody uzavřené na burze je třeba vypořádat, tedy ve své podstatě předat cenné papíry (fyzicky či v případě zaknihovaných cenných papírů převodem na účtu) novému majiteli a na účet prodávajícího zaplatit příslušnou částku. Na jednotlivých burzách platí pro vypořádání specifická pravidla i termíny, na většině burz je vypořádání obchodu realizováno do 3 – 5 dnů po uzavření obchodu. Burzy cenných papírů, které v současnosti fungují ve světě, se značně liší svým významem, počtem kótovaných cenných papírů, tržní kapitalizací i četnými dalšími charakteristikami. Podle tržní kapitalizace akcií kótovaných na jednotli-

vých burzách ve světě jednoznačně a dlouhodobě dominuje newyorská burza cenných papírů NYSE (blíže v Tabulce 10-2). Na uvedených deseti největších světových akciových trzích je také zpravidla realizován největší objem obchodů s akciemi a v pořadí dochází jen k několika málo změnám.

**Tabulka 10-2: Největší akciové trhy podle tržní kapitalizace akcií (listopad 2018)**

burza	země	tržní kapitalizace (mld. USD)	měsíční objem obchodů (mld. USD)
New York Stock Exchange	USA	30 923	1 452
NASDAQ	USA	10 857	1 262
Japan Exchange Group	Japonsko	5 679	481
Shanghai Stock Exchange	Čína	4 026	536
Hong Kong Stock Exchange	Hong Kong	3 936	182
Euronext	EU	3 927	174
London Stock Exchange Group	Velká Británie	3 767	219
Shenzen Stock Exchange	Čína	2 504	763
TMX Group	Kanada	2 095	97
Bombay Stock Exchange	Indie	2 056	210

Zdroj: World Federation of Exchanges

### MIMOBURZOVNÍ TRHY

Mimoburzovní obchodování, které je představováno obchodováním na mimoburzovních OTC trzích (over-the-counter), neprobíhá na jednom místě. Ve své podstatě jde o obchodování mezi jednotlivými dealery jak prostřednictvím nejnovějších informačních technologií, tak tradičního telefonu a faxu. Dealeři prodávají a kupují v podstatě jakékoliv cenné papíry, i když také v mimoburzovních systémech jsou obvykle cenné papíry kótovány, resp. existuje seznam obchodovaných cenných papírů. V 90. letech minulého století byl počet akciových titulů obchodovaných na mimoburzovním trhu zpravidla podstatně širší, než na trhu burzovním. Pro americký akciový trh tuto skutečnost vhodně ilustruje rozdíl mezi počtem emisí kótovaných na NASDAQ a NYSE, který se až do roku 1997 zvyšoval.

Mimoburzovní trhy postupně získaly velkou popularitu a představují velkou konkurenci tradičním burzám cenných papírů z celé řady důvodů. Jedná se především o množství závažných a nesporných výhod, které mají mimoburzovní trhy ve srovnání s trhy burzovními. V první řadě je to výše poplatků, která je díky menšímu počtu zprostředkujících článků, rostoucímu rozsahu obchodů a nižším transakčním nákladům na všech mimoburzovních trzích nižší než na burzách. S mírnější a jednodušší regulací a s menší byrokracií souvisí také velice jednoduchý přístup k obchodování.

Klasickým a nejvíce známým mimoburzovním trhem na světě je NASDAQ (National Association of Security Dealers Automated Quotations). Byl vytvořen Národní asociací obchodníků s cennými papíry (NASD), která v USA sdružuje firmy obchodující na trhu OTC. Obchodování bylo zahájeno 8. února 1971 a v současnosti je NASDAQ největším světovým mimoburzovním trhem. Obchody jsou trhu NASDAQ prováděny pomocí počítačů.

tačové a telekomunikační sítě, která zprostředkovává všechny potřebné investiční informace pro více než 1,3 miliónů uživatelů v 83 zemích světa. Mezi deseti společnostmi s největšími objemy obchodů na NASDAQ se například tradičně objevují Apple, Microsoft, Google, Yahoo, Intel či Cisco Systems, tedy akcie velkých společností, které jsou kótovány a obchodovány na burzách NYSE nebo AMEX.

NASDAQ je provozován společností NASDAQ OMX Group Inc., která poskytuje burzovní technologii, služby týkající se obchodování a jiné své služby. Kromě obchodů s akciemi zajišťuje také obchodování s dalšími investičními nástroji, včetně derivátů a komodit. V posledním období společnost rozšířila své aktivity také v Evropě a fúzí se skandinávskými a pobaltskými burzami vytvořila NASDAQ OMX Nordic Exchange, která zahrnuje burzy cenných papírů v Kodani, Helsinkách, Stockholmu, na Islandu a v Tallinnu, Rize a Vilniusu. Příkladem akcií nejvíce obchodovaných na NASDAQ OMX Nordic jsou Nokia, Ericsson nebo Nordea Bank.

Mimoburzovní obchody mají relativně značný význam také v dalších evropských zemích. V Německu a Rakousku jsou mimoburzovní obchody realizovány především prostřednictvím bank a mnohdy činí 60 – 80 % celkového objemu obchodů s cennými papíry. Poměrně rozsáhlé jsou v Evropě obchody s dlužnickými cennými papíry na OTC trzích, zejména s krátkodobými dlužnickými cennými papíry na neregulovaných trzích akceptovaných Evropskou centrální bankou.

### 10.2.3 ČLENĚNÍ PODLE DALŠÍCH KRITÉRIÍ

#### LHŮTA SPLATNOSTI OBCHODOVANÝCH FINANČNÍCH DOKUMENTŮ

Velmi významnou klasifikací finančních trhů, která je zřejmě také jednou z nejčastěji používaných, je členění na trhy peněžní a trhy kapitálové. Kritériem členění je v tomto případě lhůta splatnosti obchodovaných finančních dokumentů. V souladu s ním je **peněžní trh** vymezen jako trh s krátkodobými úvěry a finančními dokumenty, jejichž doba splatnosti nepřesahuje jeden rok (krátkodobé cenné papíry). Na peněžní trh vstupují ekonomické subjekty z důvodu překlenutí krátkodobého nedostatku finančních prostředků, rozhodující objemy obchodů jsou uskutečňovány mezi bankami a centrální bankou, bankami navzájem, bankami a dalšími finančními institucemi, případně mezi bankami a velkými nefinančními společnostmi. Velmi významným subjektem peněžního trhu je stát zastupovaný ministerstvem financí a centrální banka, neboť na primárním peněžním trhu vystupují v úloze emitenta státních pokladničních poukázek. Krátkodobé cenné papíry obchodované na peněžních trzích se vyznačují vysokým stupněm likvidity a relativně nízkým výnosem. Jak jejich očekávanou tržní hodnotu, tak také výnosy z nich plynoucí je možno poměrně přesně odhadnout, proto je i riziko spjaté s jejich výnosem relativně nízké. Peněžní trh je tvořen různými segmenty a nelze ho tedy považovat za homogenní, jednolitý trh. K základním indikátorům vývoje na peněžních trzích patří výnosy ze státních pokladničních poukázek a úrokové sazby mezibankovního trhu.



**Kapitálový trh** je naproti tomu vymezen jako trh s dlouhodobými úvěry a finančními dokumenty, jejichž doba splatnosti je delší než jeden rok. Trh s dlouhodobými úvěry je zpravidla pouze trhem primárním a pro tyto finanční dokumenty často ani neexistuje sekundární trh. Kapitálový trh bývá někdy dále členěn podle lhůty splatnosti na trh střednědobý a dlouhodobý. Trh střednědobý je v tomto pojetí představován střednědobými úvěry a dluhopisy s lhůtou splatnosti od jednoho roku do 4 – 7 let, trh dlouhodobý úvěry a dluhopisy s lhůtou splatnosti delší než 4 – 7 let a finančními dokumenty, které lhůtu splatnosti nemají stanovenou (akcie, podílové listy). Okruh subjektů vstupujících na kapitálový trh je na rozdíl od peněžního trhu podstatně širší. Deficitními subjekty je využíván k financování dlouhodobých investic, individuálními investory a institucionálními investory k zhodnocení finančních prostředků. Obchody na kapitálovém trhu, které je možno klasifikovat také podle řady dalších kritérií, jsou uskutečňovány na burzách a mimoburzovních trzích.

Jedním z možných členění finančních trhů je vymezení trhů promptních a trhů termínových. Kritériem členění je v tomto případě odlišení transakcí na finančních trzích podle doby mezi uzavřením obchodu a jeho realizací. Na **promptních trzích** jsou uskutečňovány transakce, při nichž je doručení obchodovaných finančních dokumentů (cenných papírů) realizováno s okamžitým doručením. V praxi k němu obvykle dochází nejpozději do 1 až 2 pracovních dnů po uzavření kontraktu (T+1, T+2). Na **termínových trzích** jsou naproti tomu realizovány pevné a podmíněné transakce s termínovými kontrakty a finančními deriváty. Pro tyto termínové a opční kontrakty je charakteristické, že okamžik vypořádání obchodu je oproti dnu sjednání obchodu a všech jeho podmínek posunut do předem stanovené budoucnosti.

## EMISE NOVÝCH NEBO OBCHODOVÁNÍ S JIŽ VYDANÝMI DOKUMENTY

Na základě kritéria prvotní emise rozlišujeme finanční trhy primární a sekundární. Na **primárních trzích** jsou realizovány prvotní prodeje nově emitovaných finančních dokumentů (dluhopisů, akcií, úvěrů), při nichž emitent cenného papíru nebo příjemce úvěru získává finanční zdroje. K prodeji a nákupu nově emitovaných cenných papírů na primárním trhu dochází například při navýšení základního kapitálu akciové společnosti nebo při emisi dlužnických cenných papírů. Pravidelným emitentem cenných papírů na primárním trhu je rovněž stát. Primární trhy jsou před očima laické veřejnosti poměrně skryté a drobní investoři na ně zpravidla nevstupují.

Na **sekundárních trzích** jsou naproti tomu obchodovány již dříve emitované finanční dokumenty. Jejich význam spočívá jednak v tom, že určují na základě nabídky a poptávky cenu finančních dokumentů, jednak v tom, že zvyšují likviditu emitovaných cenných papírů. Tržní určení ceny na sekundárních trzích přitom poskytuje mimořádně významnou informaci také pro transakce na primárních trzích a pro určení ceny, za které jsou uzavírány.

Významnou úlohu při emisi cenných papírů na primárním trhu mají investiční banky, kterým bývá svěřena úloha manažera emise. Manažer emise připravuje prospekt emitenta cenného papíru, který je významným informačním zdrojem pro investory. Musí obsahovat



veškeré informace, které jsou nezbytné k přesnému a správnému posouzení cenného papíru a důvodů jeho emise. Shrnuje majetek a závazky emitenta, jeho finanční situaci, zisky a ztráty, budoucí finanční situaci a další informace o emitentovi. Manažer emise obvykle také obstarává povolení emise, stanovuje emisní kurz cenných papírů a celkový objem emise. U řady významných investičních bank se příjmy z realizace emisí cenných papírů podílejí na příjmech z poplatků více než 15 %.

Specifickou formu emisí akcií na kapitálovém trhu představuje **IPO** (Initial Public Offering). IPO lze vymezit jako emisi, při níž firma poprvé nabízí veřejnosti své akcie, a zároveň vstupuje na veřejný organizovaný trh cenných papírů, představovaný nejčastěji burzou jakožto vrcholovou institucí. Podstatné je, že IPO může uskutečnit pouze emitent, s jehož cennými papíry se v dané době na veřejném trhu cenných papírů neobchoduje. Za IPO lze považovat i veřejnou nabídku cenných papírů společností, s jejichž cennými papíry se v minulosti na veřejném trhu obchodovalo, pokud nová emise splňuje výše uvedené předpoklady pro IPO. Pro realizaci IPO existuje mnoho důvodů, uvádíme zde ale pouze ty, které jsou v odborné literatuře považovány za nejdůležitější. Meluzín (2009) uvádí, že první řadě se jedná o získání potřebných finančních zdrojů pro rozvoj společnosti bez omezení, která jsou spojena s úvěrovým financováním. Jedná se zejména o skutečnost, že získaný kapitál nestaví společnost před často nepružný splátkový kalendář a využití peněžních prostředků není účelově vázáno – společnost tak může pružněji reagovat na vývoj okolního podnikatelského prostředí. IPO lze také považovat za významný marketingový nástroj. Uvedení společnosti na burzovní trh je vždy událostí, která zaujme minimálně místní média. Společnost, která byla dříve známá pouze lidem z oboru, se již během přípravy na IPO začíná objevovat na titulních stránkách novin a těší se zájmu široké veřejnosti. Emitenti tak získávají v podobě IPO důležitý marketingový nástroj k bezplatnému posílení image firmy a zvýšení známosti značky. Důležitým faktem je, že zájem médií přetrvává i po realizaci IPO a společnost z něj profituje i v dalších letech. Poslední skupina přínosů souvisí s výhodami pro stávající akcionáře, kteří v případě veřejné obchodovatelnosti akcií mohou snáze odprodat své obchodní podíly ve společnosti na sekundárním trhu, což zvyšuje jejich flexibilitu v oblasti finančního rozhodování. Platby na tomto trhu realizované přitom nemají vliv na finanční situaci emitujícího podniku.

## ZVEŘEJŇOVÁNÍ INFORMACÍ O OBCHODOVÁNÍ

Další klasifikací finančních trhů představuje jejich členění na trhy **veřejné** a **neveřejné**. Je založeno na tom, zda organizátoři trhu mají či nemají povinnost zveřejňovat kurzy cenných papírů, při kterých byly cenné papíry na trhu obchodovány, a případně zveřejňovat i další informace. Podle platné právní úpravy mohou být v České republice zakládány pouze veřejné trhy, a také ve světě je rozhodující většina trhů trhy veřejnými. Je tomu tak především z toho důvodu, že investoři musí mít v trh důvěru, aby jeho prostřednictvím obchodovali. Transparentnost ceny obchodovaných finančních dokumentů je k získání takové důvěry naprosto nezbytná.

## 10.3 Regulace finančních trhů

Stejně jako finanční systém jako celek jsou také finanční trhy poměrně striktně regulovány. Na finanční trhy působí především stát ovlivňováním institucionální struktury finančního systému jako celku a vytvářením legislativních, technických a případně dalších podmínek a předpokladů pro jejich fungování. Legislativa sleduje především zabezpečení stability jednotlivých segmentů finančních trhů, zajištění důvěryhodnosti emitentů finančních dokumentů a ve větší či menší míře přispívá k ochraně investorů obecně nebo určité specifické skupiny investorů. Významným způsobem tak může podporovat nebo naopak omezovat obchodování na finančních trzích a chování investorů i emitentů. Dalším faktorem, který finanční trhy významně ovlivňuje, je daňový systém a úroveň zdanění výnosů z cenných papírů v jednotlivých zemích.

V posledních desetiletích v převážné většině zemí proběhl proces deregulace finančních trhů, v jehož rámci se omezilo používání administrativních nástrojů a odbourala řada překážek obchodování. Samotná regulace přitom zvýšila důraz na zamezení nelegálních obchodů a praktik na finančních trzích. Vzhledem k rostoucímu objemu mezinárodního investování začal být kladen větší důraz také na harmonizaci podmínek, pravidel a postupů při ochraně finančních trhů.

Pro regulaci a dohled nad finančními trhy jsou v každé zemi vytvářeny speciální instituce. Konkrétní institucionální uspořádání dohledu a regulace pak vychází ze stanovených cílů regulace a závisí na tom, zda je uplatněn integrovaný dohled nad celým finančním sektorem nebo je uspořádán odděleně pro sektor bankovníctví, pojišťovnictví a kapitálového trhu včetně obchodníků s cennými papíry. Pro USA je například charakteristické velice silné postavení, které v oblasti kapitálového trhu zaujímá SEC (Securities and Exchange Commission, Komise pro cenné papíry a burzy). Má za úkol vytvářet podmínky jak pro efektivnost, likviditu, transparentnost a pružnost kapitálového trhu, tak také zajišťovat maximální ochranu investorů na kapitálovém trhu.

V Evropské unii je úprava regulace finančních trhů a její konkrétní institucionální uspořádání v rukou jednotlivých států, jednotná obecná pravidla a přístupy k regulaci kapitálového trhu neexistují. Rovněž přístupy ke zdanění výnosů z cenných papírů a k právům akcionářů jsou v jednotlivých zemích rozdílné. Proces harmonizace nebyl na rozdíl od sektoru bankovníctví příliš úspěšný. Významnou změnu přinesla teprve Směrnice Evropského parlamentu a Rady ES 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID). Potřebné legislativní úpravy byly v Česku realizovány teprve 1. července 2008, kdy nabyl účinnosti zákon č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon o podnikání na kapitálovém trhu a další zákony v oblasti poskytování investičních služeb a organizování regulovaných trhů.

V Česku byla regulace a dohled nad kapitálovým trhem upravena v devadesátých letech 20. století. Po dlouhých diskusích byla zákonem č. 15/1998 Sb. zřízena s účinností ode dne 1. dubna 1998 Komise pro cenné papíry (KCP) jako správní úřad pro oblast kapitálového trhu. Účelem zákona bylo kromě zřízení KCP také stanovení práv a povinností subjektů

působících na kapitálovém trhu. Komise pro cenné papíry měla na základě zákona přispívat svou činností k rozvoji a ochraně kapitálového trhu. Hodnocení její činnosti nebylo jednoznačné, rozvoj a ochrana kapitálového trhu vykazovaly z řady důvodů četné nedostatky. K integraci dohledu nad finančním trhem v Česku došlo k 1. dubnu 2006. Byl svěřen České národní bance, která převzala agendu Komise pro cenné papíry. ČNB tak stanovuje pravidla, která chrání nejen stabilitu kapitálového trhu, ale také sektoru bankovníctví, pojišťovnictví a penzijního připojištění. Dodržování stanovených pravidel systematicky kontroluje a vyhodnocuje, případné nedodržování pak postihuje. Významné kompetence má ČNB také v oblasti ochrany spotřebitele na finančním trhu. Pro ilustraci rozsahu a komplikovanosti českého finančního trhu jsou v Tabulce 10-3 uvedeny počty subjektů nabízejících své služby a spadající tak pod dohled ČNB.

**Tabulka 10-3: Počty vybraných subjektů poskytujících služby na finančním trhu**

K 31. 12.	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Úvěrové instituce</b>						
Banky	43	44	45	46	45	47
z toho pobočky zahraničních bank	20	21	22	23	23	24
z toho stavební spořitelny	5	5	5	5	5	5
Družstevní záložny	13	12	11	11	11	10
<b>Kapitálový trh</b>						
Obchodníci s CP a pobočky zahr. obchodníků s CP	67	71	66	72	74	78
Investiční fondy s právní osobností	25	28	28	28	27	28
Investiční společnosti <sup>6</sup>	36	36	30	34	38	41
Podílové fondy	21	24	26	28	28	29
Fondy kvalifikovaných investorů	6	7	8	10	9	9
Fondy kolektivního investování	77	88	83	92	108	123
Investiční zprostředkovatelé	165	176	191	195	201	227
Vázání zástupci <sup>7</sup>	48	56	53	55	60	79
Penzijní fondy / společnosti	117	120	138	140	141	148
<b>Pojišťovnictví</b>						
Pojišťovny	53	52	53	55	54	50
z toho pobočky zahraničních pojišťoven	18	18	20	23	24	22
Zajišťovny	1	1	1	1	1	1
Pojišťovací zprostředkovatelé	147 971	156 217	163 204	169 024	174 092	181 121

Zdroj: Ministerstvo financí ČR. Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2017. Praha: MFČR, 2018, s. 14 ([https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zprava\\_2017\\_Strucne-shrnuti-Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zprava_2017_Strucne-shrnuti-Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu.pdf)), [vid. 10. 5. 2019]

## 10.4 Obchodování na finančních trzích

Obchodní systém na burze je souhrnem složek, které spoluutvářejí a zároveň umožňují obchodování na burze. Tyto složky vycházejí z tradice i legislativy. I když v obecné rovině existují na všech burzách, jejich konkrétní nastavení či podmínky se mohou lišit. Patří sem zejména burzovní publikum, burzovní příkazy, předmět obchodování, vypořádání obchodů, druhy obchodů, burzovní informace nebo regulace a dohled.

### 10.4.1 ÚČASTNÍCI TRHU

Burzovní publikum představují účastníci burzy, kterými mohou být pouze členové burzy a rovněž subjekty, které mají povolení účastnit se obchodování ze zákona. Členy jsou zejména investiční a komerční banky, investiční společnosti a specializovaní obchodníci s cennými papíry. Subjekty, jejichž účast plyne z legislativy, jsou především centrální orgány státní správy jako odborná ministerstva, centrální banka nebo specializované státní finanční instituce. Individuální a drobní investoři nemohou být členy. Individuální investoři, ale i další subjekty využívají při investování do finančních dokumentů služby nabízené členy burzy. Konkrétní obchody na burze jsou pak prováděny přes brokera, dealera nebo makléře.

Broker je typický zprostředkovatel obchodů, který vlastně vystupuje v roli agenta prodávajících a kupujících. Broker napomáhá klientům uskutečnit nákup a prodej finančních dokumentů. Vystupuje obvykle svým jménem, ale obchoduje na účet klientů. Broker tedy nenese riziko změn kurzů cenných papírů a ani nemusí mít ve své podstatě velký vlastní kapitál. Za svoji činnost dostává zprostředkovatelskou odměnu – provizi (commission). Broker není zainteresován na tom, zda jeho klient uskutečněním obchodu vydělal nebo prodělal. Jeho příjmem je konstantní poplatek, který klient hradí bez ohledu na výsledek obchodu. V podstatě největší motivací brokera je, aby klient podával co nejvíce příkazů k obchodování, neboť tato činnost brokerovi přináší příjem.

Dealer na rozdíl od brokera přijímá riziko kupováním a prodáváním cenných papírů na svůj vlastní účet. Zisk dealera pramení z rozdílu mezi cenami, za které prodává a kupuje cenné papíry. Specifickou skupinou dealerů představují tvůrci trhu (market makers). Tito dealeři se zavázali kupovat a prodávat určité cenné papíry a jsou povinni provádět oboustranné kótování kurzů cenných papírů. Vyhlašují a zobrazují pro určitý cenný papír jeho prodejní cenu (ask price) a nákupní cenu (bid price). Tyto ceny ukazují jejich zájem koupit či prodat cenný papír v daný okamžik. Ani v takovém případě však nemusí mít zásobu daného cenného papíru – pokud se jedná o likvidní cenný papír, mohou ho v případě potřeby koupit, případně si ho na určitou dobu půjčit. Podle používaného obchodního systému je market maker zapsán buď u jednoho, nebo více cenných papírů. Na většině burzovních trhů zpravidla bývá u jednoho cenného papíru zapsáno více tvůrců trhu, což vede k soutěživosti mezi nimi, a tím i k lepším kotovaným cenám z hlediska investorů a menšími rozdíly mezi nákupní a prodejní cenou (spread).

Makléři jsou obvykle mezi členy burzy nejpočetnější skupinou. Realizují jak příkazy klientů za provizi, tak provádějí obchody na vlastní účet. Kurzovým makléřem (specialist) je člen burzy, specializovaný obvykle na jeden titul cenného papíru. Specialisté a také market-makeři obvykle provádějí obchody v době, kdy ostatní členové burzy neobchodují, nebo naopak pomáhají zvládat nákupní či prodejní tlaky.

## 10.4.2 INFORMAČNÍ PŘÍKAZY A VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ

Pro obchodování na každé burze je samozřejmě důležité, s jakými cennými papíry je vůbec možné obchodovat. Každá burza má orgán, který rozhoduje o přijetí cenného papíru k obchodování. Podmínky přijetí se liší, obecně můžeme konstatovat, že podmínky přijetí na burzu jsou přísnější než podmínky přijetí na mimoburzovní trh. Poněvadž burzy jsou zpravidla rozděleny na několik trhů (například hlavní trh, vedlejší trh, volný trh), podmínky přijetí se mohou lišit i v rámci jedné burzy. Při rozhodování o přijetí se zkoumá mimo jiné historie cenného papíru, objem emise a podíl, který je nabídnut investorské veřejnosti. Samozřejmě se přihlíží ke kvalitě a hospodářské situaci emitenta, výsledku hospodaření, vývoji tržeb, velikosti vyplacených dividend a podobně. Důležitým a zákonem vyžadovaným dokumentem spojeným s emisí a uvedením cenného papíru na trh je prospekt emitenta cenného papíru, který je významným informačním zdrojem pro investory. Musí obsahovat veškeré informace, které jsou nezbytné k přesnému a správnému posouzení cenného papíru a důvodů jeho emise. Shrnuje majetek a závazky emitenta, jeho finanční situaci, zisky a ztráty, budoucí finanční situaci a další informace o emitentovi. Po přijetí cenného papíru k obchodování na burze má emitent povinnost určité informační otevřenosti vůči investorské veřejnosti, která vyplývá z platné legislativy. Jedná se o předkládání výsledků hospodaření společnosti, výročních a pololetních zpráv, informací o závěrech jednání valných hromad nebo informací o majetkových účastech emitenta a celé řady dalších informací.

Protože na burzách mohou obchodovat pouze členové burzy, je poptávka a nabídka cenných papírů na burzovních trzích vytvářena příkazy k nákupu a prodeji, které zadávají klienti svým obchodníkům s cennými papíry k realizaci. Burzovní příkaz tedy představuje písemný nebo elektronický pokyn obchodníkovi s cennými papíry. Takový pokyn má své náležitosti, mezi které patří název cenného papíru, ISIN, informace, zda je naším záměrem nákup či prodej, a určení množství, s kterým se bude obchodovat. Z hlediska pokynu k ceně nákupu či prodeje cenného papíru může klient zadat tři typy příkazů. Prvním druhem jsou nelimitované příkazy, které znamenají pokyn koupit nebo prodat za cenu na trhu (market order). Kurz tedy není klientem přesně kvantifikován a pokyn znamená koupit co nejlevněji, resp. prodat co nejlépe. Protože klient akceptuje jakoukoliv cenu na trhu, je jeho příkaz zpravidla vyřízen přednostně. Druhou skupinu příkazů představují příkazy limitované (limit order), při nichž klient přesně stanoví maximální cenu, za kterou je ochoten koupit, resp. nejnižší cenu, za kterou je ještě ochoten cenný papír prodat. Makléř pak pokyn realizuje vždy za kurz uvedený v příkazu nebo za kurz lepší, tzn. pro klienta výhodnější. Třetí skupinu tvoří příkazy omezující ztrátu (stop loss order), které slouží k snížení rizika kurzové ztráty. Tento pokyn je realizován teprve poté, kdy aktuální kurz vzroste nebo poklesne na hranici stanovenou klientem, která je rozhodující pro prodej nebo nákup příslušného cenného papíru. Teprve poté dojde k prodeji nebo nákupu za cenu co nejlépe.

Obchody uzavřené na burze je třeba vypořádat, tedy ve své podstatě předat cenné papíry (fyzicky či v případě zaknihovaných cenných papírů převodem na účtu) novému majiteli a na účet prodávajícího zaplatit příslušnou částku. Na jednotlivých burzách platí pro vypořádání specifická pravidla i termíny, na většině burz je vypořádání obchodu realizováno do 3

až 5 dnů po uzavření obchodu. I když kompletní vypořádání obchodů trvá několik dnů, k zahájení procesu vypořádání dochází okamžitě pro realizaci obchodu. Při nákupu či prodeji cenného papíru dochází ke změně majitele. V Česku byla tato změna až do roku 2010 prováděna Střediskem cenných papírů. Dne 2. 7. 2010 v souladu s ustanoveními zákona o podnikání na kapitálovém trhu byl úspěšně dokončen proces převodu evidencí Střediska cenných papírů a informačního systému ISB (Information Service Broker) do Centrálního deponitáře cenných papírů, a.s. Pohyb peněžních prostředků zajišťuje v Česku clearingové centrum České národní banky, díky kterému může dojít k zúčtování obchodů. Obchody se mohou vypořádat periodicky (např. 1x týdně se zúčtují všechny obchody najednou) nebo průběžně, což je častější. Kromě promptních obchodů se na burzách uzavírají také obchody termínové. Jejich realizace se uskutečňuje až po určité, předem dohodnuté lhůtě nebo ve lhůtě stanovené burzovními pravidly (např. týden, 1, 2, 3, nebo 6 měsíců). K plnění nedochází tedy ihned po sjednání, na rozdíl od promptních obchodů, nýbrž je dáno předem stanovené datum v budoucnu.

Samotný systém obchodování na burze dává odpověď na otázky, kolikrát denně se stanovuje kurz, kdo a jakým způsobem ho stanovuje. V minulosti převažoval prezenční typ burzy, který představuje klasický burzovní systém. Burza je v něm rozčleněna na parket a kulisu, na parketu jsou realizovány obchody s cennými papíry kótovanými na burze, v kulise pak obchody neoficiální s cennými papíry nekótovanými na burze. V současnosti naopak převažuje elektronický typ burzy, při kterém jsou klasické obchody nahrazeny obchodováním pomocí automatizovaných počítačových obchodních systémů. Realizuje se přitom značný objem obchodů, do systému jsou průběžně vkládány dodatečné objednávky a uskutečněné transakce průběžně ze systému vypadávají. Příklad chyby elektronického obchodního systému na burze v Tokiu a její důsledky ukazuje následující případová studie.



## **PŘÍPADOVÁ STUDIE**

### **CHYBA AUTOMATICKÉHO OBCHODNÍHO SYSTÉMU NA BURZE V TOKIU**

Dne 8. prosince 2005 udělal makléř společnosti Mizuho Securities chybu při zadávání prodejní transakce do automatického obchodního systému tokijské burzy. Makléř měl prodat jednu akcii společnosti J-Com za 610 tisíc jenů. Nabídl ale 610 tisíc akcií po jednom jenu. Mizuho Securities se opakovaně snažili pokyn zrušit, ale obchodní systém jim to neumožnil, protože zpracovával nákupní objednávky. Společnost tak „prodala“ 96 tisíc akcií, které ve skutečnosti ani neexistovaly, než burza zastavila obchodování. Firma J-Com totiž uvedla na trh jen 2800 akcií. S investory, kteří fiktivní akcie koupili, se banka musela vyrovnat. Celkem jí to bude stát přes 40 miliard jenů (8,3 miliardy korun). Investoři vydělali, když cenné papíry díky omezením systému spadly na 572 tisíc jenů. Poté ale kurs vzrostl na 772 tisíc. Cena, za kterou proběhlo vyrovnání, je ale 912 tisíc. Japonské sdružení obchodníků s cennými papíry (JSDA), které vystupuje v roli regulátora finančního trhu, ale včera oznámilo, že požádá kupce akcií J-Com, aby se zřekli svých zisků. Nejvíce akcií



nakoupily investiční banky: UBS, Morgan Stanley, CFSB, Lehman Brothers či Nomura. UBS ihned oznámila, že si bezmála dvanáct miliard jenů, které na chybě vydělala, neponechá. Peníze byly převedeny do japonského pojišťovacího fondu makléřů. Velké firmy ale nebyly samy, kdo na chybě Mizuho a burzy vydělal. V přepočtu přes 530 miliónů korun získal sedmadvacetiletý burzovní spekulant Takaši Kotegawa. Podle dosavadních údajů je to vůbec největší zisk individuálního investora. „Jak ty peníze utratím, o tom se rozhodnu po novém roce,“ řekl Kotegawa. Na dalších bezmála 120 miliónů korun si při této transakci přišel čtyřadvacetiletý manažer Tetsuja Ičimura. Chyba obchodního systému navíc přinutila prezidenta tokijské burzy Tokuo Curušimu, aby na svou pozici rezignoval.

---

U elektronického obchodování v zásadě rozlišujeme dva typy obchodování. První se nazývá systém řízený příkazy nebo aukční systém či fixing. Hlavní princip tohoto režimu spočívá ve sběru objednávek k nákupu a prodeji obchodovaných finančních dokumentů a po jeho ukončení na jejich zpracování k jednomu časovému okamžiku. Výsledkem obchodování je stanovení aukční ceny, míry alokace (míry uspokojení objednávek vyjádřené v procentech) a stavu trhu, což může být například převis poptávky nebo převis nabídky. V době vymezené pro aukční režim probíhá pouze příjem objednávek, jejich modifikace nebo rušení a nejsou zveřejňovány žádné průběžné informace. Obchodovatelnou jednotkou je 1 kus. Pro stanovení aukční ceny je hlavním kritériem dosažení co největšího zobchodovaného množství cenných papírů. Modifikací tohoto systému je stanovení kurzu několikrát za den, ne pouze jednou. Druhý systém se nazývá systém řízený cenou nebo kontinuální režim. K uzavírání obchodů v kontinuálním režimu dochází na základě průběžného vkládání objednávek k nákupu a prodeji. Minimální obchodovatelnou jednotkou v kontinuálním režimu je 1 lot (přesně specifikované minimální množství cenného papíru, např. 100 ks, ale i 1 ks). Při párování objednávek je uplatňován princip cenové a následně časové priority. Pokud je tedy vloženo více objednávek se shodnou cenou, jsou přednostně zpracovány objednávky dříve vložené.

## 10.5 Kurzy a indexy akciových trhů

Kurzy cenných papírů musí být na většině trhů cenných papírů zveřejňovány – děje se tak většinou prostřednictvím kurzovních lístků. Pravidla a způsoby zveřejňování kurzů i různých dodatečných informací se v jednotlivých kurzovních lístcích liší, nicméně existují určitá obecná pravidla. Kurz je např. zveřejňován vždy v měně země, kde funguje burza. Existují dále samostatné kurzovní lístky pro akcie a obligace případně další cenné papíry. V případě dlužnických cenných papírů jsou kurzy většinou uvedeny v bodech nebo v procentech. Kurzovní lístky také obvykle obsahují nejvyšší a nejnižší kurz v posledním roce, nejvyšší a nejnižší kurz příslušného dne a změnu kurzu oproti předchozímu dni. Příklad kurzovního lístku Burzy cenných papírů Praha je v Tabulce 10-4.

**Tabulka 10-4: Kurzovní lístek vybraných akcií obchodovaných na Prime Market BCPP ze dne 9. 5. 2019.**

Název ISIN ↓	Kurz [Kč/%]	Měna / %	Změna [%]	Zobch. počet CP [ks]	Zobch. objem [tis. Kč]	Měny
CETV BMG200452024	87,30	CZK	-1,02 %	87 000	7 605	CZK
ČEZ CZ0005112300	522,00	CZK	-1,32 %	434 311	227 704	CZK
ERSTE GROUP BANK AT0000652011	857,80	CZK	-2,28 %	105 183	91 104	CZK
KOFOLO ČS CZ0009000121	303,00	CZK	+0,33 %	1 406	425	CZK
KOMERČNÍ BANKA CZ0008019106	861,50	CZK	-1,32 %	210 304	183 047	CZK
MONETA MONEY BANK CZ0008040318	72,60	CZK	-3,07 %	2 038 754	149 763	CZK
O2 C.R. CZ0009093209	248,00	CZK	-1,00 %	58 666	14 622	CZK
PFNONWOVENS LU0275164910	750,00	CZK	0,00 %	491	366	CZK
TMR SK1120010287	780,00	CZK	0,00 %	0	0	CZK
VGP BE0003878957	1 580,00	CZK	0,00 %	0	0	CZK
VIG AT0000908504	613,00	CZK	-2,15 %	2 987	1 841	CZK

Zdroj: Burza cenných papírů Praha

Většina kurzovních lístků ve vyspělých tržních ekonomikách obvykle zahrnuje také ukazatele, vyjadřující výnosnost investice do příslušného cenného papíru. V případě akcií k takovým ukazatelům patří například P/E ratio (price/earnings ratio), což je poměr uzavíracího tržního kursu (close) k čistým výnosům na akcii za poslední rok. P/E ratio je indikátorem relativní výhodnosti investice do akcie. Obecně platí, že čím vyšší je tento poměrový ukazatel, tím jsou akcie relativně dražší. Investoři totiž platí vyšší cenu za stejnou jednotku zisku nebo obráceně stejnou cenu za nižší zisk. S rostoucím ukazatelem P/E proto klesá očekávaná návratnost akcií. Vzhledem k tomu, jaký zisk jsou firmy schopny vytvořit, se ceny jejich akcií pohybují zkrátka moc vysoko. Princip je podobný jako u dluhopisů, kdy vyšší cena znamená nižší očekávaný výnos do splatnosti.

Akcie jsou jednou z možností, jak držet bohatství. Pokud hodnota akcií roste, majitelé akcií bohatnou, pokud naopak hodnota akcií klesá, majitelé akcií chudnou. Čím větší část bohatství je uložena v akciích, tím více se změny jejich hodnoty promítají do spotřeby, tvorby úspor, investičních preferencí a podobně. Dochází tak ke zvýšené fluktuaci mnoha ekonomických proměnných i hospodářství jako celku. Potřebujeme proto rozumět a umět sledovat dynamiku akciových trhů. Zásadní je to nejenom pro řízení vlastních investic a osobních financí, ale rovněž z makroekonomického hlediska pro analýzu vzájemných vazeb mezi akciovými trhy a makroekonomickým prostředím. Jelikož na burzách se obvykle



obchoduje s mnoha různými akciemi různých společností spadajících do různých hospodářských odvětví, bylo by velmi obtížné a náročné sledovat vývoj všech cen. Vývoj akciových trhů a hodnoty akcií se proto měří pomocí indexů akciových trhů.

Každá burza cenných papírů či kapitálový trh má specifickým způsobem konstruovaný jeden nebo více vlastních ukazatelů, který je považován pro vývoj tohoto finančního trhu a obvykle i dané ekonomiky či odvětví za reprezentativní. Vývoj indexů, jejich aktuální i historické hodnoty jsou zveřejňovány a dostupné široké skupině investorů. Indexy používají určitou výchozí bázi, ke které zachycují změny v hodnotě reprezentativního vzorku (portfolia) akcií. Běžně se při výpočtu základu postupuje tak, že akciím jsou přidělovány váhy, např. podle jejich tržní kapitalizace. Tržní kapitalizace určité firmy je získána tak, že se tržní cena akcie vynásobí počtem emitovaných akcií. Každodenní změny cen akcií obsažených v indexu jsou následně upraveny podle váhy patřičné akcie a sečteny. Získá se tak změna indexu a vypočte se jeho nová hodnota. Hodnota akciového indexu se vyjadřuje a měří v bodech, přičemž výchozí hodnotou indexu zpravidla bývá 100 nebo 1000 bodů. Některé ukazatele akciového trhu jsou nazývány indexy, i když svou konstrukcí charakter indexu nesplňují. Jedná se spíše o nevážené aritmetické průměry cen vybrané skupiny akcií. Samotná hodnota indexu bez srovnání s předchozím stavem nemá velkou vypovídací hodnotu. Řekneme-li například, že index největší světové burzy NYSE, který se nazývá Dow Jones Industrial Average, má hodnotu 12.900 bodů, těžko si dokážeme něco konkrétního představit. Budeme-li ovšem vědět, že hodnota indexu před rokem činila 12.000 bodů a před měsícem 13.300 bodů, víme, že americký akciový trh za poslední rok zvýšil svou hodnotu o 7,5 % a za poslední měsíc naopak ztratil 3 % své hodnoty.

Na světě existuje velké množství různých akciových indexů, které jsou sestavovány podle mnoha kritérií, aby vypovídaly o vývoji konkrétního trhu nebo určitého regionu či segmentu. Kromě klasických indexů zachycujících národní akciové trhy jako celek se můžeme potkat s indexy zaměřenými geograficky například na celý svět, jednotlivé kontinenty nebo určité regiony či skupiny zemí jako je střední a východní Evropa, eurozóna, země BRICS (Brazílie, Rusko, Indie, Čína, Jižní Afrika) nebo vývozci ropy OPEC. Běžné jsou indexy zachycující vývoj v určitém odvětví jako například bankovníctví, energetika, telekomunikace, chemie nebo těžba nerostných surovin. Speciální indexy jsou konstruovány také pro trh velkých společností, středních a malých podniků.

První a doposud nejznámější akciový index je již zmíněný Dow Jones Industrial Average (DJIA). V roce 1884 ho sestavil Charles Dow jako průměr cen 11 akcií, z nichž devět byly akcie železničních společností. V současnosti je DJIA založen na cenách akcií 30 největších společností USA z různých odvětví. Jako příklad můžeme uvést AT&T, Bank of America, Boeing, Coca-Cola, ExxonMobil, Intel, Pfizer, Microsoft, Wal-Mart nebo General Electric, což je jediná společnost, která byla obsažena již v prvotní verzi indexu. DJIA je cenově vážený (price-weighted) ukazatel, což znamená, že ceny jednotlivých akcií v souboru jsou sečteny a výsledek je dělen číslicí, nazývanou v originále divisor. Z konstrukce DJIA pak vyplývá, že akcie s vyšší cenou mají větší vliv na index než akcie s nižší cenou. Tento efekt si ilustrujeme na jednoduchém indexu sestaveném pouze ze dvou akcií,

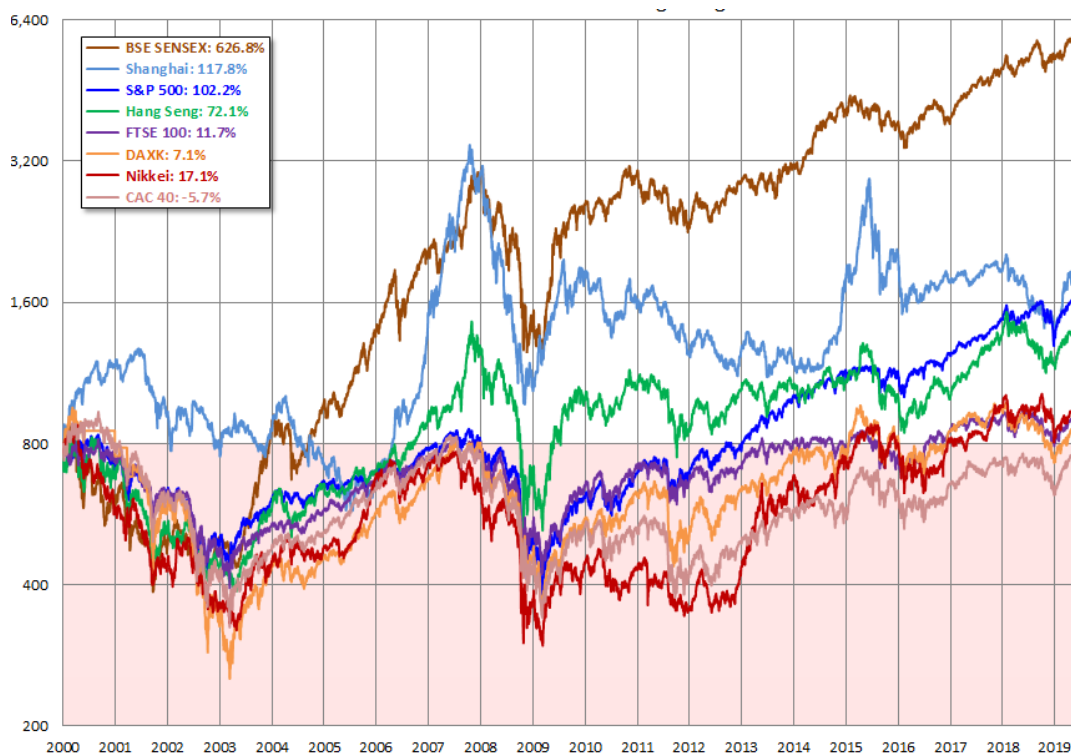
z nichž první má původní cenu 50 dolarů a druhá 100 dolarů. Nákup jedné akcie obou společností tak přijde na 150 dolarů. Nyní si představme 15% nárůst ceny první akcie, což znamená zvýšení její ceny na 57,5 dolarů. Hodnota celého portfolia tak stoupne na 157,5 dolarů, což je nárůst o 5 %. Pokud ovšem o 15 % vzroste cena druhé akcie, což bude znamenat kurz 115 dolarů, hodnota celého portfolia se zvýší na 165 dolarů a bude tak zaznamenán nárůst o 10 %. Z jednoduchého příkladu je zřejmé, že vývoj DJIA a podobných cenově-vážených ukazatelů je předurčován především akciemi s vyšší cenou.

Druhým významným indexem vypovídajícím o vývoji akciového trhu v USA je Standard & Poor's 500 Index (S&P 500). Od DJIA se v mnohém liší. V prvé řadě obsahuje mnohem více společností, neboť jeho hodnota vychází z cen 500 největších amerických společností. Lépe tak odráží vývoj celé ekonomiky. Rozdílný je také způsob výpočtu, jelikož S&P 500 je založen na hodnotově-vážené (value-weighted) konstrukci. Každá společnost má svou váhu odvozenou od tržní kapitalizace. Významnější váhu v S&P 500 tak mají větší společnosti a nikoliv společnosti, jejichž akcie má vyšší cenu. Rozdíl opět ukážeme na jednoduchém příkladu. Předpokládejme, že společnost z předešlého příkladu, jejíž akcie stojí 50 dolarů, má emitováno 100 milionů kusů akcií, tak její tržní kapitalizace je 5 miliard dolarů (50 USD \* 100 mil. ks). Druhá společnost, jejíž akcie je na hodnotě 100 dolarů, emitovala jen 10 milionů kusů akcií. Její tržní kapitalizace tak činí 1 miliardu dolarů (100 USD \* 1 mil. ks). Opět předpokládejme růst ceny první akcie o 15 % na 57,5 dolarů. Tržní kapitalizace společnosti tak vzroste na 5,75 mld. a hodnota celého portfolia obou firem na 6,75 mld. dolarů, což je nárůst o 12,5 %. Připomínáme, že stejná změna u cenově-váženého indexu znamenala pouze 5% nárůst. Pokud však o 15 % vzroste cena akcie druhé společnosti, nová cena bude 115 dolarů a tržní kapitalizace společnosti se zvýší na 1,15 mld. Hodnota celého portfolia vzroste na 6,15 mld. a nárůst tak bude činit jen 2,25 %. U cenově váženého indexu to ale znamenalo zvýšení o 10 %. Tabulka 10-5 uvádí názvy vybraných světových indexů a Obrázek 10-1 zachycuje vývoj klíčových akciových v posledních letech.

**Tabulka 10-5: Vybrané světové akciové indexy**

Země	Index	Země	Index
USA	DJIA	Japonsko	Nikkei 225
USA	S&P 500	Čína	Shanghai Composite
USA	NASDAQ Composite	Hong Kong	Hang Seng
Velká Británie	FTSE 100	Malajsie	KLSE Composite
Německo	DAX	Indie	Sensex 30
Francie	CAC 40	Singapur	Straits Times Index
Itálie	MIB 30	Česko	PX
Kanada	TSX	Polsko	WIG20
Mexiko	IPC	Maďarsko	BUX
Brazílie	Bovespa	Slovensko	SAX
Argentina	MerVal	Rusko	MICEX Index

Zdroj: Vlastní zpracování



**Obrázek 10-2: Vývoj akciových trhů ve vybraných zemích (2000 = 800, leden 2000 – duben 2019)**

Zdroj: Advisor Perspectives

## 10.6 Investiční strategie na finančních trzích

Mezi základní pravidla dobrého investora patří tvorba investiční strategie. Investiční strategii lze definovat jako soubor pravidel, chování, procesů a metod, které aktivnímu investorovi umožňují efektivní výběr investičních instrumentů. Volba konkrétní investiční strategie potom závisí především na požadované výnosnosti při určité investorem akceptovatelné míře rizika. Pasivní strategie typu „kup a drž (buy and hold)“ se vyznačují nižším očekávaným výnosem, nižším rizikem a minimalizací transakčních nákladů (poplatků za obchodování apod.). Pasivní investování se hodí do podmínek, kdy trhy fungují efektivně (teorie efektivních trhů), a tudíž nelze najít podhodnocené či nadhodnocené akcie. Všechny akcie jsou v daný okamžik správně ohodnocené a poroste-li ekonomika, pravděpodobně poroste stejným tempem i jejich cena na burze.

V případě, že trhy nefungují efektivně, lze teoreticky zvýšit výnos z investice aktivním obchodním přístupem. Aktivní investiční strategie se zaměřuje na výběr a načasování investice za účelem maximalizace výnosu. Tyto strategie mohou být dlouhodobé i krátkodobé (denní obchodování). Hned v úvodu je ale nutné zmínit, že žádná strategie není garancí na úspěch, i sebelepší strategie může v určitém okamžiku selhat. Nicméně dosahování zisků bez jakékoliv strategie obvykle přináší ještě horší výsledky. Při výběru vhodného investičního instrumentu bereme v úvahu celou řadu různých kritérií a navíc těmto kritériím dáváme různou váhu. Mnoho kritérií má kvalitativní povahu, takže je téměř nemožné jejich

vliv na investici změřit. Můžeme znát velikost zisku společnosti, ale problémy nastávají například při ocenění hodnoty značky nebo kvality managementu. Trhy jsou rovněž často pod vlivem emocí a sentimentů investorů a akcie tak nereflktují fundamentální faktory. Hlavní investiční strategie využívají nástroje a techniky fundamentální analýzy s cílem odhalit vnitřní neboli správnou hodnotu akcie. Pro odhad vnitřní hodnoty se používá řada modelů, jako je dividendový diskontní model nebo EVA. Poté, co vybereme podhodnocené akcie vzhledem k jejich vnitřní hodnotě, přichází fáze načasování investice, kdy se hojně používá technická analýza.

Smyslem fundamentální analýzy je nalézt odpovídající, správnou, cenu akcie – její vnitřní hodnotu. K tomu se snaží nalézt a prozkoumat všechny relevantní faktory, které ovlivňují ten který akciový titul a to ze tří úrovní. Globální fundamentální analýza se zaměřuje na vliv celé ekonomiky na vnitřní hodnotu zkoumané akcie. Na globální úrovni se fundamentální analýza věnuje dopadům makroekonomických dat typu HDP, inflace, spotřebitelské poptávky, peněžní zásoby, obchodní bilance a toku důchodů, pohybu kapitálu a investic, vývoji kurzu měny a dalším. Odvětvová fundamentální analýza se snaží vystihnout typické vlivy a charakteristiky odvětví, ve kterém sledovaná firma působí a kalkulovat dopady těchto charakteristik na vnitřní hodnotu akcie sledované firmy (CETV a reklamní trhy, ČEZ a energetika). Přes relevanci zvážení všech globálních a odvětvových faktorů však stěžejní část fundamentální analýzy tkví na korporátní úrovni ve schopnosti započíst dopad všech faktorů ovlivňujících danou firmu (danou akcií) a stanovit její správnou vnitřní hodnotu.

Technická analýza je technika používaná k prognóze budoucího směru cenových pohybů prostřednictvím studie historických dat, především ceny, objemu případně ukazatele open interest. Techničtí obchodníci používají ke svému rozhodování informace z trhu (například předchozí ceny a zobchodovaný objem) zakomponované do matematických indikátorů. Tyto informace se obvykle zobrazují v grafu, který se v reálném čase aktualizuje a nějakým způsobem interpretuje s cílem určit, kdy se má daný nástroj nakoupit a kdy prodat. K výhodám technické analýzy patří, že vyžaduje méně informací než fundamentální analýza. Obchodník získává všechny potřebné informace z ceny a obchodovaného objemu. Jelikož se zaměřuje na identifikaci otáčení trendu, otázka načasování vstupu do obchodu je při používání technické analýzy snazší. Na druhé straně technická analýza sama může přivodit své naplnění. Pokud poptávkou a nabídkou společně hýbe velké množství investorů používajících podobné nástroje a postupujících podle stejných konceptů, ceny se skutečně mohou pohnout v předpokládaném směru.

Jednou z možných investičních strategií je důraz na stabilní příjem. Tato investiční strategie se zaměřuje na výběr těch instrumentů, které investorovi přináší stabilní peněžní příjem. Mezi takové instrumenty patří především dluhopisy, prostřednictvím kterých investor každý rok získává výnos v podobě kuponu, nicméně také akcie mohou generovat pravidelný příjem, investujete-li do společností, které vyplácejí dividendu. Investiční strategie stabilního příjmu tak v podstatě znamená výběr tzv. dividendových akcií. Dividendový investor hledá akcie s co největším dividendovým výplatním poměrem, momentální výkyvy

kurzu akcie (například tradiční pokles akcie po posledním burzovním dni s nárokem na dividendu) jej příliš nezajímají. Většinou se jedná o společnosti vyzrálé, se zavedenou značkou a zavedeným byznysem a úspěšnou historií, které dosáhly určité velikosti a již nejsou schopny vykazovat další růst. Dividendová strategie ale není jen o výběru akcií, které vyplácejí jakoukoliv dividendu (v absolutních číslech). Je potřeba znát tzv. dividendový výnos, což je poměr mezi roční dividendou a cenou akcie. Průměrný dividendový výnos akcií obsažených v indexu S&P500 je 2 až 3 %, z českých akcií je jasnou dividendovou akcií například Philip Morris ČR s dividendovým výnosem 8,6 %. Dividendový investor požaduje obvykle výnos minimálně na úrovni 5 až 6 %.

Z pohledu doby držení nakoupení investičního nástroje můžeme rozlišit dlouhodobě zaměřeného investora krátkodobě zaměřeného spekulanta. Velmi krátkodobě zaměřený spekulant, který obchoduje na denní bázi, je denní obchodník (day-trader), jehož extrémně agresivní variantou je potom vysoko-frekvenční obchodník (high-frequency trader). Denní obchodníci vstupují na trh s horizontem držení investice maximálně jeden den. Jejich zájem je využít a profitovat z mezidenních změn cen, ať už pravidelně se opakujících (např. v okamžiku otevření trhu, těsně před závěrem či v polovině obchodní seance) anebo nepravidelných, závislých například na reakci trhů po zveřejnění důležité sady makroekonomických dat. V principu jde však o jedince, kteří na konci obchodního dne nechtějí mít vůči trhu žádnou pozici bez ohledu na to, zda jejich den skončil výdělkem či prodělkem. Pro denního obchodníka jsou vzhledem k počtu zrealizovaných obchodů extrémně důležité rovněž poplatky za obchodování, které musí minimalizovat. Denní obchodník je obvykle profesionál, jehož obchodování na trzích žije. Důležitá je pro něj likvidita a volatilita cenného papíru. Mezi základní předpoklady denního obchodníka patří:

- znalost trhu a zkušenost,
- dostatek kapitálu (může si dovolit ztratit velké množství peněz),
- riziková averze (schopnost podstupovat vyšší riziko),
- disciplína (ochota realizovat ztrátu – stop-loss),
- obchodní strategie,
- přístup k rychlé obchodní platformě,
- několik informačních zdrojů,
- analytický software.

### **SAMOSTATNÝ ÚKOL**



Prostudujte webovou stránku Burzy cenných papírů Praha [www.pse.cz](http://www.pse.cz). Pozornost věnujte zejména jednotlivým trhům, které burza provozuje. Zjistěte, jaké jsou mezi jednotlivými trhy rozdíly z hlediska požadavků na kótování cenných papírů. Zároveň tyto trhy porovnejte podle počtu obchodovaných cenných papírů a celkového objemu realizovaných obchodů.



## OTÁZKY

1. Vyjmenujte typy finančních trhů podle předmětu obchodování.
2. Která měna je nejdůležitější na devizovém trhu?
3. Jaké jsou hlavní výhody mimoburzovních trhů oproti burzám?
4. Co znamená zkratka IPO?
5. Charakterizujte brokera na finančních trzích.
6. Čím se vyznačuje technická analýza?



## SHRNUTÍ KAPITOLY

Finanční trhy představují další ze základních stavebních kamenů finančního systému. Finanční trhy představují široký, průběžně se vyvíjející a dlouhodobě obtížně vymežitelný soubor institucí, systémů a pravidel, formálních i neformálních, který umožňuje a napomáhá k výměně a obchodování s finančními aktivy. Finanční trhy plní několik důležitých funkcí. V první řadě napomáhají transformaci úspor na investice. Kromě toho poskytují všem zúčastněným likviditu, snižují náklady na obchodování, shromažďují a předávají informace důležité pro investiční rozhodování a zároveň umožňují sdílet a diverzifikovat riziko. Finanční trhy je možno klasifikovat a podrobněji členit podle celé řady různých hledisek. Mezi nejdůležitější faktory patří předmět obchodování, způsob organizace, lhůta splatnosti obchodovaných finančních dokumentů, emise nových nebo obchodování s již vydanými dokumenty a povinnost zveřejňovat informace o obchodování. V těchto členěních pak rozlišujeme trhy akciové, dluhopisové, devizové, derivátové a komoditní. Dále pak burzy a mimoburzovní trhy, peněžní trh, kapitálový trh, promptní a termínový trh. Z hlediska dalších faktorů pak trh primární a sekundární a trh veřejný a neveřejný.

Stejně jako finanční systém jako celek jsou také finanční trhy poměrně striktně regulovány. Na finanční trhy působí především stát ovlivňováním institucionální struktury finančního systému jako celku a vytvářením legislativních, technických a případně dalších podmínek a předpokladů pro jejich fungování. V Česku je regulace a dohled nad finančními trhy v kompetenci ČNB. Finanční trhy se liší i způsobem obchodování a jeho organizací. Pro fungování trhů jsou klíčoví jeho účastníci, přičemž každý má svou specifickou funkci. Důležité je burzovní publikum, které je tvořeno subjekty, jež mohou na burze obchodovat. V této kategorii rozlišujeme brokery, dealery, market makery, makléře. Všichni různorodým způsobem přijímají a realizují obchodní příkazy na nákup a prodej finančních dokumentů. Jednotlivé trhy pak využívají různé systémy pro organizaci obchodování a mechanismy pro vypořádání obchodů.

Zásadní informací při obchodování s finančními aktivy je vytváření a zveřejňování tržní ceny. Kurzy cenných papírů musí být na většině trhů cenných papírů zveřejňovány – děje se tak většinou prostřednictvím kurzovních lístků. Každý typ finančního aktiva je specifický, a proto se kurzové lístky na jednotlivých typech finančních trhů liší a obsahují různé informace. Vzhledem k velkému množství kótovaných akcií na akciových trzích se k měření a prezentaci vývoje celého trhu nebo dílčích segmentů používají indexy akciových trhů. Při obchodování na finančních trzích je možno používat celou řadu investičních strategií. Investiční strategii lze definovat jako soubor pravidel, chování, procesů a metod, které aktivnímu investorovi umožňují efektivní výběr investičních instrumentů. Volba konkrétní investiční strategie potom závisí především na požadované výnosnosti při určité investorem akceptovatelné míře rizika.

---

## ODPOVĚDI



1. Podle předmětu obchodování rozlišujeme trhy akciové, dluhopisové, peněžní, devizové, derivátové, komoditní.
  2. Nejvýznamnější měnou na devizovém trhu je dlouhodobě americký dolar (USD).
  3. V první řadě je to výše poplatků, která je díky menšímu počtu zprostředkujících článků, rostoucímu rozsahu obchodů a nižším transakčním nákladům na všech mimoburzovních trzích nižší než na burzách. S mírnější a jednodušší regulací a s menší byrokracií souvisí také velice jednoduchý přístup k obchodování.
  4. IPO znamená Initial Public Offering neboli primární emisi akcií. Jedná se o emisi, při níž firma poprvé nabízí veřejnosti své akcie, a zároveň vstupuje na veřejný organizovaný trh cenných papírů, představovaný nejčastěji burzou jakožto vrcholovou institucí. Podstatné je, že IPO může uskutečnit pouze emitent, s jehož cennými papíry se v dané době na veřejném trhu cenných papírů neobchoduje.
  5. Broker je typický zprostředkovatel obchodů, který vlastně vystupuje v roli agenta prodávajících a kupujících. Broker napomáhá klientům uskutečnit nákup a prodej finančních dokumentů. Za svoji činnost dostává zprostředkovatelskou odměnu – provizi.
  6. Technická analýza je technika používaná k prognóze budoucího směru cenových pohybů prostřednictvím studie historických dat, především ceny, objemu případně ukazatele open interest. Vypočítané indikátory se prezentují v grafech, v nichž se následně hledají informace pro načasování nákupu a prodeje.
-

## 11 DEPOZITNÍ FINANČNÍ INSTITUCE



### RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY

V této kapitole se budeme věnovat skupině finančních institucí, které mohou přijímat depozita od svých klientů, a proto jsou označovány jako depozitní finanční instituce. Bezsporně nejvýznamnější z této skupiny jsou komerční banky. Stručně si představíme vývoj českého bankovního sektoru s důrazem na vývoj po roce 1989. Dále se budeme věnovat hlavním charakteristikám hospodaření a činnosti bank. Při popisu aktiv a pasiv bank budou podrobně charakterizovány zejména úvěry, depozita a kapitál bank. U výnosů a nákladů se budeme věnovat zejména jejich úrokové složce a vysvětlíme si podstatu zisku a rentability bank. V poslední části kapitoly si ukážeme také další depozitní finanční instituce jako jsou spořitelny, stavební spořitelny nebo úvěrová družstva.

---



### CÍLE KAPITOLY

- Určit hlavní charakteristiky a typy depozitních finančních institucí.
  - Pochopit úlohu depozitních finančních institucí ve finančním systému.
  - Popsat vývoj bankovního sektoru v Česku.
  - Charakterizovat depozita a další pasiva bank.
  - Charakterizovat poskytnuté úvěry a další aktiva bank.
  - Charakterizovat výnosy a náklady bank a definovat jejich zisk a rentabilitu.
  - Popsat další depozitní finanční instituce a odlišit je od komerčních bank.
- 



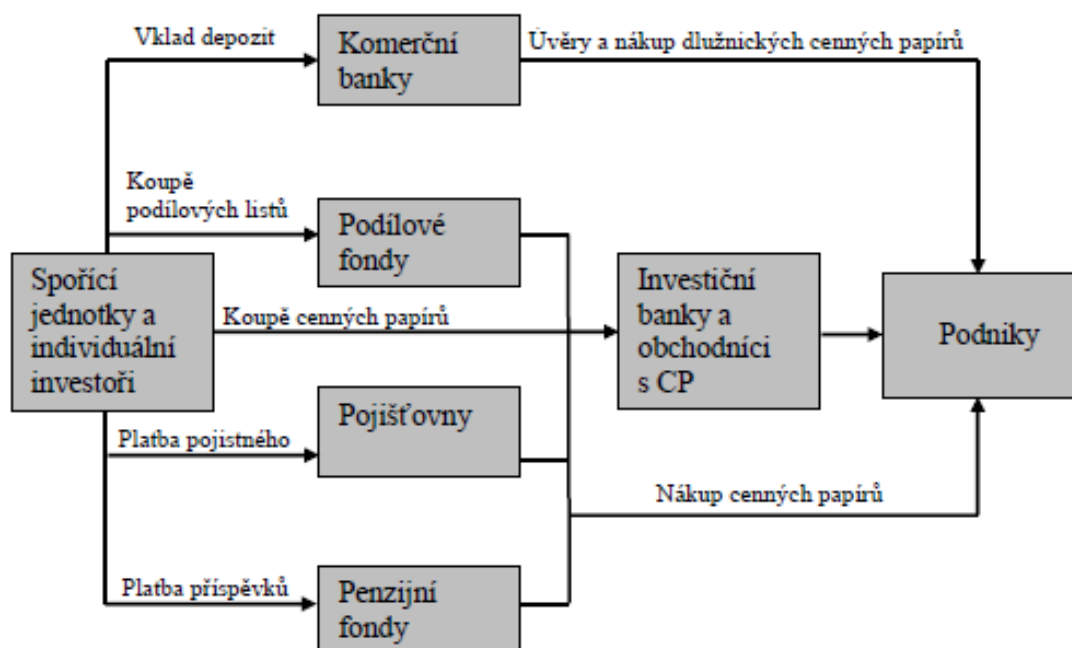
### KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY

Depozitní finanční instituce, dvoustupňový bankovní systém, diverzifikace, univerzalizace, komerční banky, privatizace bank, krachy bank, pasiva bank, depozita, depozita na požádání, spořicí účty, termínová depozita, kapitál, nedepozitní závazky, úvěry, hypotéční úvěry, provozní úvěry, investiční úvěry, spotřebitelské úvěry, likvidní aktiva, výnosy, náklady, úrokové výnosy a náklady, výnosy z poplatků a provizí, náklady na zaměstnance, správní náklady, zisk, ziskovost, ROA, ROE, spořitelny, stavební spořitelny, spořitelni a úvěrová družstva

---



Finanční instituce představují poslední důležitý pilíř finančního systému, kterému budeme v této učebnici věnovat pozornost. Finanční instituce významnou měrou přispívají k efektivní alokaci zdrojů v ekonomice, k přesunu finančních prostředků mezi ekonomickými subjekty a k přeměně úspor na investice. Činí tak dvěma základními způsoby. Za prvé fungují jako prostředníci v nepřímém financování, kdy na jedné straně získávají úspory a vlastní činností je pak používají k financování investic. Klasickým příkladem takové finanční instituce jsou komerční (obchodní) banky, které přijímají depozita a poskytují úvěry. Za druhé finanční instituce aktivně působí na finančních trzích, kde vystupují v roli obchodníka s cennými papíry, emitenta i investora. Ve všech nebo některé z těchto rolí nalezneme opět komerční banky, dále banky investiční, pojišťovny, investiční nebo penzijní společnosti. Podrobněji je tento mechanismus znázorněn v Obrázku 11-1.



**Obrázek 11-1: Role finančních institucí**

Zdroj: Vlastní zpracování

V této kapitole nejprve rozebereme faktory, které v poslední době významně ovlivňují podobu a strukturu sektoru finančních institucí. I přes stále více se stírající rozdíly mezi jednotlivými institucemi bude provedena jejich klasifikace a podrobněji se budeme věnovat depozitním finančním institucím, tedy těm, které primárně přijímají klientská depozita. Jelikož hlavním představitelem této skupiny jsou komerční banky, seznámíme se i se základními principy jejich hospodaření.

## 11.1 Hlavní aspekty vývoje sektoru finančních institucí

Pozice a význam jednotlivých typů finančních institucí ve finančním systému je ovlivňována celou řadou faktorů ekonomického, politického, legislativního či technického charakteru. Z kategorie ekonomických faktorů se do činnosti finančních institucí významně

promítá zejména vývoj reálného důchodu obyvatelstva, inflace nebo úrokových sazeb. Tyto základní ekonomické faktory přímo ovlivňují chování ekonomických subjektů v otázkách spotřeby, úspor a investic a tak se promítají do míry využívání finančních služeb a hospodaření finančních institucí.

K výrazným změnám v celé institucionální struktuře finančních institucí a bankovního podnikání vedly změny v technickém zázemí bankovníctví a finančních institucí. Odrazily se v nabídce produktů, jejich distribuci a samotném charakteru finančních institucí. V posledních letech se široce diskutuje o virtuálních bankách jako novém druhu bank. Virtuální bankou se rozumí jak banky orientované na použití telefonního či počítačového spojení s klientem, tak banky představované samoobslužnými pobočkami a multimediálními bankovními místy. Razantní nástup moderních technologií můžeme zaznamenat i v činnosti nebankovních institucí. Nyní považujeme za zcela standardní uzavírat si určitý pojištění online, zadávat elektronicky příkazy k obchodování na finančních trzích nebo pro nákupy na internetu využívat celou škálu finančních produktů a služeb.

Banky a další finanční instituce musí ve svém podnikání a nabídce produktů reagovat i na další faktor, kterým je rostoucí finanční gramotnost klientů, jejich větší povědomí o světě financí a jeho pravidlech a z toho vyplývající větší požadavky na kvalitu a parametry finančních služeb. Vzdělanější a více světa financí znalí jednotlivci a domácnosti se mnohem více začínají zajímat o to, jak nakládat a jak je nakládáno s jejich penězi, s jejich úsporami. Hospodářské subjekty jsou si velice dobře vědomy možností vyšších nominálních i reálných příjmů při vhodném investování. V řadě případů taková strategie vyžaduje častější tok zdrojů mezi jednotlivými formami aktiv, spotřebitelé stále častěji přeměňují fondy z jedné formy do jiné a reagují i na velice malé změny očekávaných výnosů. Vyžadují pochopitelně, aby jim taková možnost disponování s prostředky byla finančními institucemi nabídnuta.

Regulativní opatření státu, resp. centrální banky vyvolávají vždy poměrně rychlé a výrazné změny ve struktuře finančního systému. Potvrzuje to i historie vývoje finančních institucí v ekonomicky vyspělých státech; regulace dává specifický charakter celému sektoru bankovníctví, řízení aktiv i pasiv, posuzování rizik, stejně jako obchodování s cennými papíry a ostatním produktům, nabízeným finančními institucemi. Většinou však regulativní opatření až se zpožděním následují změny v tržní situaci, místo aby jim předcházela, místo aby sama regulativní opatření vedla finanční systém k nové struktuře, resp. finanční systém na novou situaci připravila. Tak tomu bylo i s deregulací finančního systému, která probíhala v ekonomicky vyspělých státech od počátku 80. let.

K analogickému procesu deregulace jako jinde ve světě (i když pochopitelně ze zcela jiných důvodů a ve zcela odlišných podmínkách) dochází i v ČSFR, resp. v České republice. Zde existovala do roku 1990 striktní specializace jednotlivých bank. Od 1. 1. 1990 vstupují v platnost 2 zákony: Zákon o Státní bance Československé a Zákon o bankách a spořitelnách. Jimi je vytvořen základ pro fungování bankovního systému tak, jak je běžné v ekonomicky vyspělých zemích – je zaveden dvoustupňový (two-tier) bankovní systém. První stupeň je tvořen centrální bankou, jejímž úkolem je striktně pouze výkon měnové

politiky. Druhý stupeň je vymezen pro aktivity komerčního bankovníctví, které jsou vykonávány licencovanými bankami. Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách (schválen 20. 12. 1991, v platnost vstoupil k 1. 2. 1992) posunuje postavení finančního sektoru dále ve směru, charakteristickém a běžném pro bankovní systém ve světě – tendenci k univerzalizaci bank i záměr jednat s finančními institucemi jako s jednou skupinou v legislativě i regulaci.

Do činnosti finančních institucí se v posledních letech významně promítá proces diverzifikace. Pod diverzifikací si můžeme představit rozšiřování nabídky finančních institucí o nové služby, které tradičně nebyly daným typem finanční instituce nabízeny. Diverzifikace je velmi podpořena deregulací, díky níž se finančním institucím otevírá prostor k proniknutí na nové trhy a k novým službám, které pro ně byly do té doby legislativně zapovězené. Vhodným nástrojem, jak diverzifikaci zajistit relativně jednoduše a přímočaře jsou fúze a akvizice finančních institucí. V konečném důsledku pak takové spojování může vést i ke vzniku bankovních nebo finančních holdingů. V rámci finančního holdingu se tak nachází kapitálově propojená banka, pojišťovna, investiční společnost s podílovými fondy, obchodník s cennými papíry případně leasingová společnost. V Česku pak do těchto holdingů patří dále zpravidla stavební spořitelna a penzijní fond respektive penzijní společnost.

Především diverzifikace a deregulace vedou k tomu, že finanční instituce se charakterem poskytovaných služeb liší stále méně, že získávají univerzální charakter. Řadě menších a řadě specializovaných finančních institucí dává univerzalizace možnost stabilizovat svoje postavení na trhu. Je zcela jednoznačně procesem, který vytváří na finančním trhu a v nabídce produktů relativně konkurenční prostředí. Na druhé straně univerzalizace přináší i řadu problémů – především vede ke koncentraci a centralizaci, struktura jednotlivých segmentů finančního trhu nabývá stále více monopolní, resp. oligopolní charakter se všemi důsledky, které z toho vyplývají.

## 11.2 Komerční banky

Komerční banky jsou bezesporu nejvýznamnějším typem depozitní finanční instituce. V každém finančním systému náleží komerčním bankám významná pozice a v některých zemích dokonce představují nejdůležitější a dominantní finanční instituce (B-systém).

V Česku se v současné době řídí činnost bank zákonem č. 21/1992 Sb., o bankách, a jeho novelami – tento zákon byl přitom novelizován již více než třicetkrát. K založení banky je třeba povolení ČNB (tj. centrální banky, jak je tomu ve většině zemí, resp. odpovídající instituce regulace a dohledu) a může ji založit pouze právnická osoba se sídlem v České republice. Banka může mít pouze formu akciové společnosti a minimální kapitál 500 mil. CZK. Banka odpovídá za porušení svých závazků celým svým majetkem. Akcionář neručí za závazky banky. Podle obchodního zákoníku musí mít banka ustaveny základní orgány společnosti, kterými jsou valná hromada, představenstvo banky a dozorčí rada. Banka podle legislativy musí jednak přijímat vklady od veřejnosti, tak i poskytovat úvěry. Zákon pochopitelně umožňuje bankám uskutečňovat i další aktivity.

Z výše uvedeného jasně vyplývá, že rozhodujícími činnostmi komerčních bank je shromažďování úspor a jejich následné zapůjčování v podobě půjček a úvěrů. V odborné klasifikaci se aktivity spojené s přijímáním vkladů označují jako pasivní a úvěrová činnost jako aktivní. Banky nicméně provádějí i další operace, které označujeme jako ostatní. Patří k nim celá řada bilančních i mimobilančních aktivit, služeb investičního bankovníctví, záruk nebo poradenství. Bankovní podnikání je realizováno na dvou základních, spolu souvisejících principech, a to na principu návratnosti a na principu ziskovosti (Kašparovská a kol, 2006). Nákup vkladů bankou i prodej peněz formou bankovních úvěrů probíhá na principu návratnosti. Uplatnění ziskového principu je významné zejména z dlouhodobého hlediska, neboť tvorba bankovního zisku je předpokladem existence banky na bankovním trhu.

### **11.2.1 BANKOVNÍ SYSTÉM V ČESKU**

V bývalém Československu začal proces transformace směrem ke standardnímu dvoupilířovému bankovnímu systému již v roce 1989, kdy byl vydán zákon vyčleňující aktivity komerčního bankovníctví ze Státní banky Československé (SBČS). V lednu 1990 je SBČS následně převedla na tři nově založené banky – Komerční banku (KB), Všeobecnou úvěrovou banku (VÚB) a Investiční banku (IB). Společně s Českou spořitelnou (ČS) a Slovenskou sporitelňou (SS), jež provozovaly činnost již od roku 1969, získaly tyto banky vedoucí postavení na nově se rozvíjejícím trhu. Bankovní sektor Československa doplňovaly na začátku roku 1990 ještě Československá obchodní banka (ČSOB) a Živnostenská banka (ŽB), které si z období centrálního plánování zachovaly svou specializaci na financování zahraničního obchodu, respektive velké korporátní klienty. Veškeré banky byly kompletně vlastněny státem a některé z nich se nacházely na počátku dlouholetého a bolestného transformačního procesu. Československý, resp. český bankovní sektor prošel v první polovině 90. let etapou prudkého nárůstu počtu aktivních bank. Zatímco na začátku roku 1990 působilo v Československu sedm bank s univerzální licencí, v roce 1995 to bylo již 55 institucí. Nově založené banky, ať již s kapitálovou vazbou na zahraniční banky či bez ní, patřily v převážné míře do skupiny malých bank. Především problémy malých a středních bank, jež vyvrcholily dokonce jejich krachy, společně s procesem fúzí a akvizicí existujících bank vedly k postupné redukci celkového počtu bank patrné zejména od roku 1998. Z celkového počtu 64 bankovních licencí udělených od roku 1989 bylo 29 odebráno. Největší část, 18 licencí, z důvodu špatné ekonomické situace či neobezřetného podnikání, 8 licencí v důsledku fúzí a akvizicí.

V 90. letech minulého století začala privatizace českých bank. Proces privatizace bank byl zahájen v rámci kupónové privatizace, kterou byly částečně (stát si v nich ponechával významné podíly) privatizovány KB, ČS a IPB. Problematika dokončení privatizace bank byla následně diskutována po mnoho let. V důsledku ideologických postojů a neschopnosti zodpovědné politické reprezentace dosáhnout konsensu však bylo konečné rozhodnutí odkládáno a privatizace zpoždována. Až v letech 1997–98 převážil názor, že české banky sice patří k největším v regionu střední a východní Evropy, ale v mezinárodním měřítku představují pouze středně velké instituce, a k zajištění jejich stability a perspektivního rozvoje je nutné najít strategického partnera.

V červenci 1997 se dohodla japonská investiční banka Nomura s českou vládou na odkoupení minoritního podílu státu v IPB. Jednání byla završena v březnu 1998, kdy obě strany souhlasily s převedením 36,29 % akcií za 5,88 mld. CZK, což byla cena na dolní hranici očekávání vlády. Bez větších komplikací proběhla privatizace ČSOB – čtvrté největší a zároveň nejzdravější a nejziskovější české banky. Privatizační proces byl ukončen v červnu 1999 dohodou mezi českou vládou a belgickou Kredietbank (KBC) o převodu 66 % akcií banky ve státním vlastnictví za velmi dobrou cenu 40 mld. CZK. Privatizace zbývajících dvou státních bank si na svém počátku vyžádala masivní pomoc ze strany státních institucí při řešení problému špatných úvěrů a rekapitalizování bank. V případě ČS dosáhla předprivatizační asistence celkového objemu 33,4 mld. CZK a u KB dokonce 51,4 mld. CZK. Postupem, jež se osvědčil u privatizace ČSOB, dospěla vláda v březnu 2000 k dohodě s rakouskou ErsteBank Sparkassen o prodeji 52% podílu v ČS a v říjnu 2001 úspěšně dokončila jednání s francouzskou Sociétés Générale o privatizaci 60 % podílu v KB. Za prodej ČS vláda získala 19 mld. CZK a za privatizaci KB zhruba 40 mld. CZK.

**Tabulka 11-1: Počet bank v Česku podle velikosti a vlastnictví**

rok	banky celkem	banky podle velikosti				banky podle vlastnictví		
		velké	střední	malé	pobočky zahraničních	stavební spořitelny	banky s rozhodující domácí účastí	banky s rozhodující zahraniční účastí
2009	39	4	4	8	18	5	7	32
2010	41	4	4	9	19	5	8	33
2011	44	4	6	8	21	5	8	36
2012	43	4	8	6	20	5	8	35
2013	44	4	8	6	21	5	8	36
2014	45	4	8	6	22	5	8	37
2015	46	4	8	6	23	5	8	38
2016	45	4	5	8	23	5	8	37
2017	46	4	5	9	23	5	9	37
2018	50	4	5	9	27	5	9	41

Zdroj: Vlastní zpracování za základě dat z databáze ARAD [online]. Dostupné z [https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_sestuid=33049&p\\_strid=BAA&p\\_lang=CS](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=33049&p_strid=BAA&p_lang=CS) [vid. 13. 5. 2019]

V posledních letech lze strukturu bankovního sektoru i počet bank považovat za stabilizovaný. Na trhu však dochází k určitým změnám zejména v důsledku fúzí a akvizic bank, které jsou ve většině případů vyvolány sloučením zahraničních mateřských bank. Jako příklad z poslední doby lze uvést sloučení Živnostenské banky a HVB Bank jako důsledek fúze UniCredit Bank a HypoVerensibank – Bank Austria Creditanstalt. Na český bankovní trh rovněž vstupují nové banky, zejména pak v podobě pobočky zahraniční banky. Český bankovní trh je od vstupu do EU součástí jednotného finančního trhu EU a otevřel se též dalším subjektům, které na něm mohou podnikat a využívat svobodu volného pohybu

služeb v důsledku jednotné licence. Bankovní služby mohou nabízet bez založení pobočky na území ČR podle směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES. V rámci notifikace je ČNB oznámen podrobný okruh činností, banky obdobně jako v jiných zemích EU nemají v dané oblasti vykazovací povinnost a jejich působení v tuzemském bankovním sektoru nespadá pod výkon dohledu a regulace ČNB. Vývoj počtu bank v Česku podle velikosti a původu vlastnictví je zachycen v Tabulce 11-1.

## **11.2.2 DEPOZITA A DALŠÍ PASIVA BANK**

Všeobecně nejvýznamnější součástí pasiv bank jsou závazky vůči klientům neboli depozita. I když mezi jednotlivými komerčními bankami existují někdy i významné rozdíly, standardně se podíl depozit na celkových pasivech banky pohybuje v rozpětí 60 – 80 %. Depozita se ve finanční praxi vyskytují v několika podobách. Základní klasifikace vychází z členění depozit podle splatnosti. Zde rozlišujeme depozita na požádání a termínová depozita.

**Depozita na požádání** (demand deposits) jsou někdy označována rovněž jako depozita na viděnou (sight deposits). Jedná se o vklady, které mají transakční charakter a klienti je do bank ukládají proto, aby s takto uloženými finančními prostředky mohli platit své závazky případně, aby si prostředky jednoduše z účtu vybrali v hotovosti. Banky nabízejí depozita na požádání zpravidla ve formě běžných účtů, které patří k naprosto základním bankovním produktům. Užívání běžného bankovního účtu je zpravidla spojeno s používáním různých forem elektronického bankovníctví, jako je internetové bankovníctví nebo telefonní bankovníctví. Zcela běžné je dále navázání běžného účtu na platební karty, pomocí nichž lze platit u obchodníků nebo si vybírat peněžní hotovost z bankomatů případně prostřednictvím služby cashback. Transakční charakter depozit na požádání vyžaduje jejich maximální likviditu, což znamená, že prostředky uložené na běžných účtech jsou okamžitě disponibilní. Jak vyplývá, ze základních pravidel financí a investování, vysoká likvidita ale omezuje výnos, proto zhodnocení prostředků na běžných účtech je velice nízké nebo úplně nulové.

**Termínová depozita** mají jiný charakter než depozita na požádání. Nejsou vytvářena s cílem použít je v případě potřeby k úhradě závazků, ale jsou využívána jako nástroj pro tvorbu úspor. Banky tak svým klientům nabízejí celou škálu depozitních produktů s různými konstrukcemi a termíny splatnosti. Standardně členíme termínová depozita na vklady s určitou dobou splatnosti a vklady s výpovědní lhůtou. Ačkoliv se metodologicky jedná o různé formy termínových depozit, podstata zůstává shodná. Prostředky uložené na termínovém depozitu nelze použít okamžitě, je zapotřebí vyčkat do doby splatnosti nebo na uplynutí výpovědní lhůty. Jedině tak jsou klientovi připsány všechny výnosy bez jakékoliv penalizace. V důsledku omezené likvidity termínových depozit je jejich úročení zpravidla vyšší než u depozit na požádání.

Výhody obou typů depozit, konkrétně vysokou likviditu depozit na požádání a vyšší zhodnocení termínových depozit, kombinují **spořicí účty**. Klientům nabízejí dostatečnou

úroveň likvidity vložených prostředků, možnost provádět bezhotovostní transakce, a to s úrokovou sazbou významně převyšující výnos na běžných účtech. Banky dále nabízejí možnost uložení depozit v podobě depozitních certifikátů či garantovaných vkladů, jejichž výnos je částečně navázán na vývoj ceny podkladového aktiva jako zlato či akciový index.

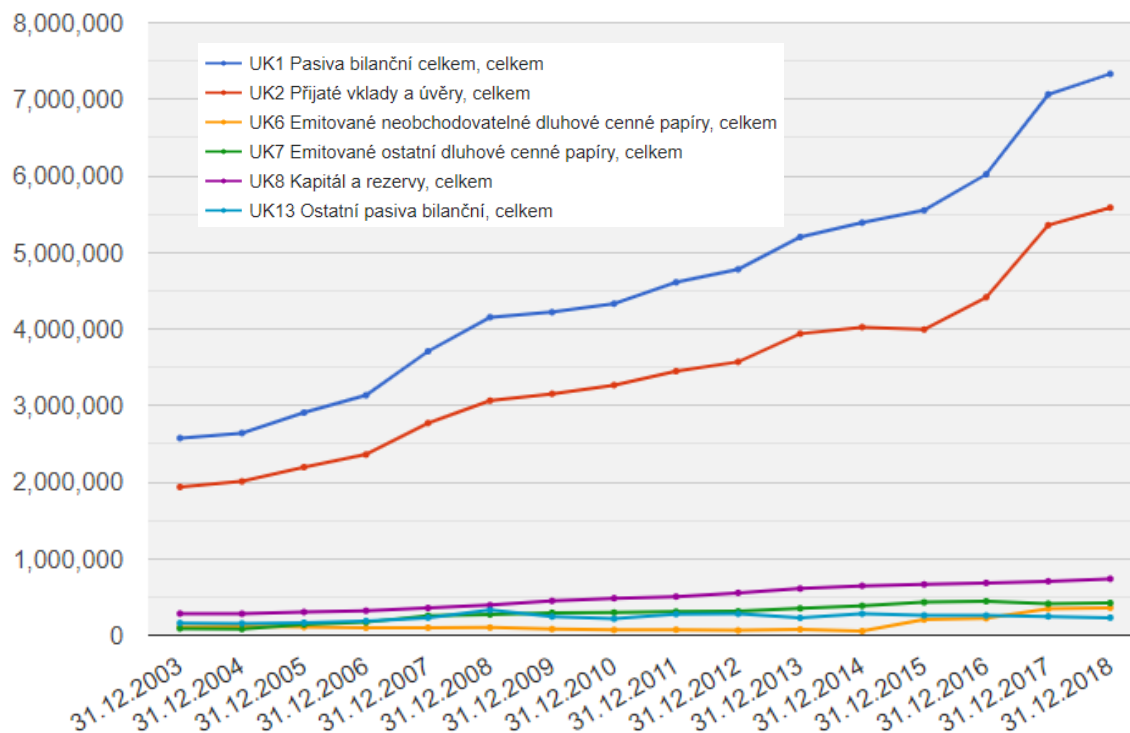
Významným aspektem depozit uložených v komerčních bankách je jejich pojištění. V Česku jsou pojištěny všechny neanonymní vklady fyzických a právnických osob vedené v korunách i v cizí měně (tj. vklady na jméno, příjmení, adresu a datum narození nebo rodné číslo vkladatele – fyzické osoby, v případě právnických osob vklady na obchodní firmu nebo název, sídlo a identifikační číslo). Výše náhrady se vypočítá z celkového objemu pojištěných vkladů jednotlivého vkladatele u dotčené banky a poskytuje se ve výši 100 % tohoto objemu, maximálně však do výše ekvivalentu 100 tisíc EUR pro jednoho vkladatele u jedné banky. Na náhradu nemají nárok osoby uvedené v zákoně o bankách, např. osoby mající kontrolu nad bankou, osoby s kvalifikovanou účastí na těchto osobách a členové vedení těchto osob, osoby s kvalifikovanou účastí na bance a osoby pod jejich kontrolou, dále členové statutárního orgánu, dozorčí rady a vedoucí zaměstnanci banky a osoby blízké členům těchto orgánů, vedoucím zaměstnancům banky a osobám majícím kontrolu nad bankou, osoby pod kontrolou banky a rovněž osoby odsouzené v trestním řízení v souvislosti s praním špinavých peněz. Pobočky zahraničních bank se nemusí účastnit systému pojištění pohledávek z vkladů, pokud svůj záměr oznámí České národní bance a současně jí prokážou, že systém pojištění pohledávek z vkladů, na kterém jsou účastny, zaručuje oprávněným osobám nejméně stejný stupeň ochrany, jaký je požadován právem Evropských společenství.

Na straně pasiv jsou ještě dva velice významné finanční zdroje bank – vlastní kapitál banky a nedepozitní závazky. **Kapitál** se při založení či rozšíření banky vytváří či navyšuje emisí akcií. Z ekonomického hlediska zahrnuje tři základní položky: vlastní akciový kapitál (nominální hodnota akcií \* počet emitovaných akcií), prémii (ážio) a nerozdělený zisk (retained earnings). Kvantitativně má kapitál obvykle jako finanční zdroj pro banky malý význam. O to větší je jeho význam kvalitativní. A tak je jako u všech firem i u bank jeho podíl na celkových aktivech, tj. kapitálová přiměřenost (capital adequacy), sledován řadou subjektů, včetně regulativních a dozorčích orgánů nebo veřejnosti. Malý kapitál omezuje možnosti banky, schopnost banky poskytovat velké úvěry a tím i být partnerem velkých firem, podílet se na velkých státních a municipálních projektech, vzít na sebe větší riziko. Dostatečně velký kapitál navíc vzbuzuje důvěru, že případný výkyv ve finančním hospodaření banky nebude přenesen na věřitele, kapitál má nezastupitelnou úlohu při krytí větších ztrát nebo větších výběrech prostředků klienty, je určitým polštářem mezi špatným managementem aktiv banky a požadavky vkladatelů. Kapitálem je tak především zaručována solventnost banky.

**Nedepozitní závazky** (nondeposit liabilities) tvoří významný a dlouhodobě rostoucí zdroj (položky pasív) bank. Jsou používány především ke krátkodobému vyrovnávání likvidity a můžeme mezi ně zahrnout krátkodobé peněžní prostředky, získávané na trhu me-



zibankovních depozit, obvykle několikadenní úvěry se závazkem zpětné koupě (repo dohody), nebo se může jednat o analogické úvěry ze zahraničí, např. z eurodolarového trhu. Nedepozitní závazky bank mohou být i dlouhodobé – řada českých bank získala výhodné úvěry od konsorcií peněžních ústavů ze zahraničí. Nedepozitním dlouhodobým závazkem je i podřízený dluh. Strukturu pasiv českého bankovního sektoru v posledních letech zachycuje Obrázek 11-2.



Obrázek 11-2: Struktura pasiv českého bankovního sektoru (2003 – 2018, mil. Kč)

Zdroj: Databáze ARAD [online]. Dostupné z [https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SE-STAVY?p\\_sestuid=53337&p\\_strid=AABAB&p\\_lang=CS](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SE-STAVY?p_sestuid=53337&p_strid=AABAB&p_lang=CS) [vid. 13. 5. 2019]

### 11.2.3 ÚVĚRY A DALŠÍ AKTIVA BANK

Rozhodující část aktivních operací komerčních bank tvoří úvěrové operace a úvěry tvoří rozhodující část jejich aktiv. Úvěry jsou málo likvidní, relativně rizikové, ale přinášejí při srovnání s jinými aktivy vyšší výnosy. Protože rozhodujícím zdrojem aktivních operací bank jsou cizí (vypůjčené) zdroje, banka musí poskytovat úvěry obezřetně a vážit nejen očekávané výnosy, ale i riziko. V daném případě se jedná především úvěrové riziko, tj. riziko, že protistrana subjektu poskytujícího úvěr (dlužník) nebude schopna dostát částečně nebo vůbec svým závazkům nebo že jim nebude schopna dostát včas.

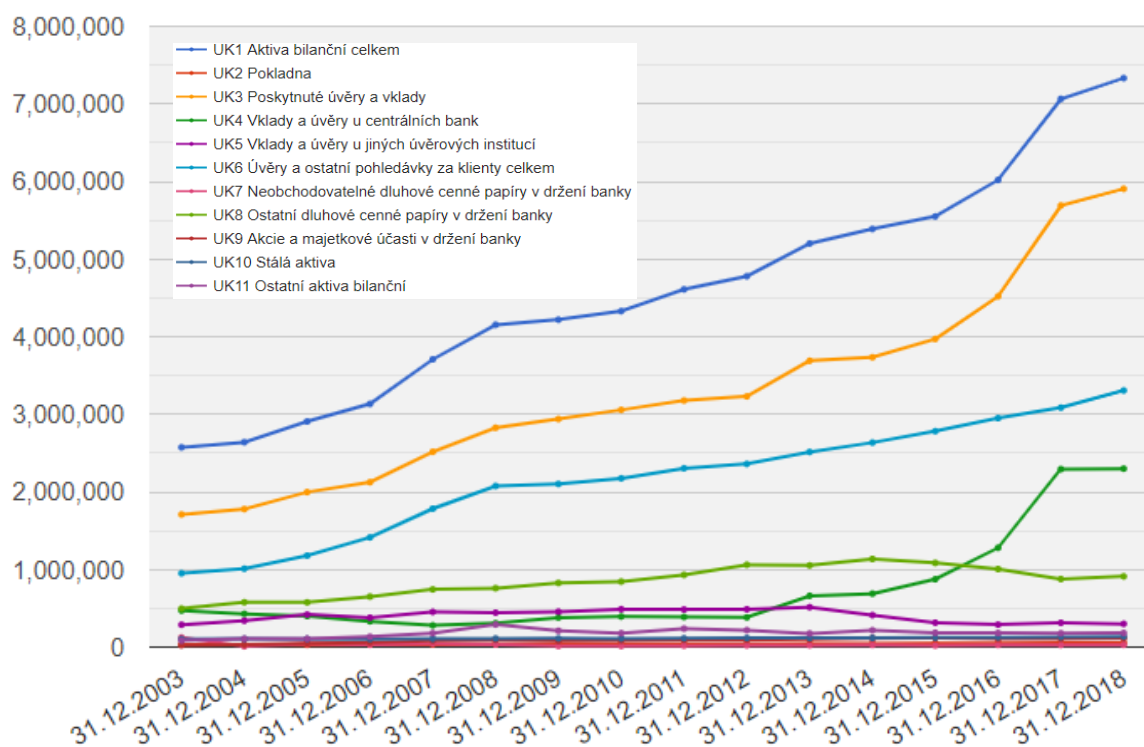
Portfolio úvěrů, které banky poskytují, je velice široké, banky mají toto portfolio ze všech finančních institucí nejvíce diverzifikované. Největší část úvěrů je nicméně tradičně poskytována firmám ve formě obchodních a podnikatelských úvěrů (commercial and industrial loans). Banky poskytují úvěry i dalším finančním institucím, zvláště jiným ban-



kám, společností, obchodujícím s cennými papíry, leasingovým společností apod. Specifickou formou úvěrů jsou hypoteční úvěry (real estate loans, mortgages). Nejčastějším případem využití hypotečního úvěru je koupě bytu nebo domu s tím, že získaná nemovitost slouží jako zástava poskytnutého úvěru. Takovýto „klasický“ hypoteční úvěr, tj. úvěr krytý zástavou nemovitostí, není ničím novým nebo zvláštním a poskytnout ho může v podstatě kterákoliv finanční instituce. Ne každá finanční instituce a ani ne každá banka však může získat zdroje na poskytované hypoteční úvěry emisí hypotečních zástavních listů. Hypoteční úvěry se od jiných úvěrů liší tím, že patří k nejméně rizikovým produktům bank. Je tomu tak především proto, že pohledávky z hypotečního úvěru musí být ze zákona kryty zástavním právem k realitám. V případě, že dlužník, který získal hypoteční úvěr, není schopen dluh splácet, může banka uspokojit své nároky výtěžkem z prodeje zastavených nemovitostí. Zástavní práva, která vyplývají ze zástavního hypotečního listu, mají při uspokojování nároků ze zastavených nemovitostí přednost před jinými zástavními právy.

Další kategorií úvěrů, poskytovaných bankami, jsou úvěry jednotlivcům a domácnostem, úvěry spotřebitelské, poskytované na koupi zboží dlouhodobé spotřeby, splacení dluhu, dovolenou atd. Dynamický růst lze zaznamenat i z úvěrů vyplývajících z používání kreditních karet. Alokace úvěrů jednotlivých bank je velice rozdílná, závisí na obchodní strategii banky, velikosti a umístění banky a řadě dalších ekonomických i neekonomických faktorů. U malých bank je obvykle vyšší podíl úvěrů drobným a středním podnikatelům, úvěrů spotřebitelských, hypotečních a úvěrů do zemědělského sektoru. U velkých bank naopak převládají obchodní a průmyslové úvěry velkým, příp. středním a malým firmám.

V aktivech bank se nachází ještě celá řada dalších položek. Banky mají v držbě především značné množství likvidních aktiv v podobě hotovosti a krátkodobých cenných papírů. Tato aktiva tvoří v bilanci bank vyšší podíl, než u nebankovních finančních institucí a banky je mají v držbě především proto, aby mohly vyrovnávat případné výraznější výkyvy v transakční poptávce po penězích. Hotovostí zajišťují banky hospodářské subjekty mincemi a penězi, ve formě krátkodobých cenných papírů drží především státní cenné papíry. Součástí aktiv bank jsou i rezervy, které mají uloženy u centrální banky. Jedná se především o povinné minimální rezervy, závazně stanovené centrální bankou. V Česku je sazba povinných minimálních rezerv na úrovni 2,0 %. Struktura aktiv českého bankovního sektoru je zachycena v Obrázku 11-3.



Obrázek 11-3: Struktura aktiv českého bankovního sektoru (2003 – 2018, mil. Kč)

Zdroj: Databáze ARAD [online]. Dostupné z [https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SE-STAVY?p\\_sestuid=57210&p\\_strid=AABAA&p\\_lang=CS](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SE-STAVY?p_sestuid=57210&p_strid=AABAA&p_lang=CS) [vid. 13. 5. 2019]

#### 11.2.4 VÝNOSY, NÁKLADY A HOSPODAŘENÍ BANK

Nejvýznamnějším zdrojem výnosů pro komerční banky jsou obvykle úrokové výnosy z poskytnutých úvěrů. Je to logické, neboť úvěry představují největší část aktiv, která je navíc nejvíce výnosná. Dalším podstatným zdrojem výnosů jsou inkasované poplatky a provize, které banky účtují svým klientům za využívání různých bankovních služeb. V podmínkách českého bankovního sektoru se často setkáváme s kritikou, že banky účtují poplatky nadměrně vysoké a kompenzují si tak klesající úrokové výnosy. Zbývajícími výnosy komerčních bank, avšak svým významem už podstatně nižšími, jsou výnosy z dividend, z obchodování na finančních trzích nebo výnosy z prodeje majetku.

Na straně nákladů jsou dominantní také úrokové náklady neboli úroky, které banky vyplácejí klientům, kteří do banky vložili svá depozita. S postupným poklesem úrokových sazeb v ekonomice ale úrokové náklady klesají a svým objemem se přibližují správním nákladům. Klíčovou položkou správních nákladů jsou náklady na zaměstnance, kde řadíme především mzdy, povinné odvody či různé osobní bonusy. Do správních nákladů se promítají také náklady na provoz, což jsou energie, ochrana, pojištění, služby IT apod. Výkaz zisku a ztráty českého bankovního sektoru s uvedením výnosů, nákladů i výsledku hospodaření zachycuje Tabulka 11-2.

**Tabulka 11-2: Výkaz zisku a ztráty českého bankovního sektoru (mil. CZK)**

	2016	2017	2018
Zisk z finanční a provozní činnosti (1. až 15.)	180 186	179 177	190 212
1. Úrokové výnosy	143 420	146 657	179 181
2. Úrokové náklady	33 561	34 561	49 362
3. Náklady na základní kapitál splatný na požádání	0	0	0
4. Výnosy z dividend	11 884	9 720	8 894
5. Výnosy z poplatků a provizí	44 796	44 551	46 074
6. Náklady na poplatky a provize	12 362	12 494	12 393
7. Zisk nebo (-) ztráta z odúčtování finančních aktiv a závazků nevykázaných v RH do Z/Z	6 988	3 738	1 352
8. Zisk nebo (-) ztráta z finančních aktiv a závazků k obchodování	6 770	10 552	4 751
9. Zisk nebo (-) ztráta z finančních aktiv neurčených k obchodování povinně v RH vykázané do Z/Z	0	0	1 108
10. Zisk nebo (-) ztráta z finančních aktiv a závazků v RH vykázané do Z/Z	-33	-109	806
11. Zisk nebo (-) ztráta ze zajišťovacího účetnictví	-84	205	-302
12. Kurzové rozdíly - zisk nebo (-) ztráta	9 186	8 084	6 942
13. Zisk nebo (-) ztráta z odúčtování nefinančních aktiv	1 751	329	216
14. Ostatní provozní výnosy	3 674	4 293	4 873
15. Ostatní provozní náklady	2 245	1 788	1 926
16. Správní náklady	71 671	73 568	76 682
16.1. Náklady na zaměstnance	36 489	38 304	40 942
16.2. Ostatní správní náklady	35 182	35 264	35 740
17. Odpisy	6 990	7 381	8 126
18. Zisk nebo (-) ztráta z modifikace	0	0	11
19. Tvorba rezerv nebo jejich (-) reverzování	2 810	2 613	2 044
20. Ztráty ze znehodnocení celkem	11 790	6 479	5 351
20.1. Ztráty ze znehodnocení finančních aktiv nevykázaných v RH do Z/Z nebo jejich (-) reverzování	10 565	4 989	4 634
20.2. Ztráty ze znehodnocení investic v dceřiných, společných a přidružených podnicích nebo jejich (-) reverzování	-249	576	120
20.3. Ztráty ze znehodnocení nefinančních aktiv nebo jejich (-) reverzování	1 474	914	596
21. Negativní goodwill účtovaný do výkazu zisku nebo ztráty	0	0	0
22. Podíl na zisku nebo (-) ztrátě dceřiných, společných a přidružených podniků	221	143	274
23. Zisk nebo (-) ztráta z neoběžných aktiv a vyřazovaných skupin	783	1 031	218
Zisk nebo (-) ztráta z pokračujících činností před zdaněním (1. až 23.)	87 929	90 310	98 511
24. Náklady nebo (-) výnosy na daň z příjmů z pokračujících činností	14 404	14 994	16 456
Zisk nebo (-) ztráta z pokračujících činností po zdanění (1. až 24.)	73 525	75 316	82 055
25. Zisk nebo (-) ztráta z ukončovaných činností po zdanění	373	39	0
Zisk nebo (-) ztráta běžného roku po zdanění (1. až 25.)	73 898	75 354	82 055

Zdroj: Databáze ARAD [online]. Dostupné z [https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SE-STAVY?p\\_sestuid=55229&p\\_strid=BAE&p\\_lang=CS](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SE-STAVY?p_sestuid=55229&p_strid=BAE&p_lang=CS) [vid. 14. 5. 2019]

Hospodářské výsledky bank je možné vyjádřit celou řadou ukazatelů, běžně je ale používán především hrubý, resp. čistý zisk. Pro banky je tvorba dostatečné výše zisku z finanční činnosti předpokladem její dlouhodobé stability, protože z něho kryje veškeré náklady. V českém bankovním sektoru se od počátku 90. let prosazují tendence, typické i pro bankovní sektory jiných tranzitivních i ekonomicky vyspělých zemí. Hrubý i čistý zisk vykazovaly jednoznačně rostoucí tendenci. Zatímco koncem 90. let byl bankovní sektor ve ztrátě, od roku 2000 vykazuje čistý zisk nejen kladné hodnoty, ale i rostoucí trend. České banky byly schopny vykazovat značný zisk i době finanční krize. Podstatnou měrou se na tom podílela i nízká expozice českých bank v problematických aktivech, jejichž hodnota v průběhu krize dramaticky poklesla.

Hospodaření bank se velice často analyzuje pomocí různých poměrových ukazatelů, které se dotýkají hlavních stránek hospodaření a díky své konstrukci také umožňují srovnání mezi jednotlivými bankami. Dříve se říkalo, že banky pracují podle systému 3 – 6 – 3. Tři procenta dá banka klientovi za vklad, za šest procent poskytne úvěr a ve tři hodiny končí práce a bankéři mohou jít domů či na golf. Větší konkurence ve světě zapříčinila, že se snížilo úrokové rozpětí, které představuje rozdíl mezi náklady banky, tedy kolik dává banka klientům za vklady, a výnosy představované úroky z úvěrů.

Důležité z hlediska zisku banky jsou ukazatele ROA (return on assets), což je podíl čistého zisku na celkových průměrných aktivech, a ROE (return on equity), který se počítá jako čistý zisk dělený vlastním kapitálem banky. Oba ukazatele v čase a jejich rozklad umožní akcionáři či věřiteli zkoumat, zdali je banka v rámci sektoru efektivní. Pomocí úrokového rozpětí se dá vypočítat čistá úroková marže, která se počítá jako rozdíl úrokových výnosů a nákladů vydělený průměrnou výší úročených aktiv. Všechna aktiva totiž banka neúročí, například hotovost v pokladně žádné peníze bance v čase nepřináší. Většinou je tato marže vyšší než úrokový rozdíl, jelikož banka neúročí ani všechna pasiva. Pokud je úročených aktiv více než pasiv, tak některé výnosy z aktiv nemají proti sobě žádná pasiva, za která by banka musela platit. V opačném případě, kdy by úročených pasiv bylo více než aktiv, byla by čistá úroková marže nižší.

Pokud se zohlední všechna aktiva, ne jen ta úročená, získá investor ukazatel celkové úrokové marže, která je již jednou ze složek, z které se dá sestavit ukazatel ROA. Na této úrovni se počítají i další celkové marže, které zohledňují vývoj v jednotlivých částech banky. Celková operační marže udává, jak efektivně dokáže organizace přijatými poplatky pokrýt zaplacené poplatky a ostatní administrativní náklady. Neoperační marže poměřuje efektivnost ostatních neprovozních příjmů, například z držení akcií, a nákladů, které mohou představovat tvorby opravných položek. Poslední marže zohledňuje daň.

## 11.3 Další depozitní finanční instituce

Kromě komerčních bank se můžeme setkat i dalšími institucemi, které naplňují základní charakteristiku depozitní instituce a přijímají vklady a poskytují půjčky a úvěry. V následujícím textu se budeme věnovat spořitelnám, spořitelním a úvěrovým družstvům a stavebním spořitelnám.

### SPOŘITELNY

Důvody pro vznik spořitelen (savings and loan associations) byly velice prozaické – až do zhruba 50. až 60. let minulého století bylo obtížné získat u bank dlouhodobý spotřebitelský úvěr, např. úvěr na koupi domu. Banky poskytovaly především krátkodobé úvěry a měly zájem o podnikatelskou klientelu. Byly založeny na myšlence shromáždit úspory drobných střadatelů, spojit je a uložit v bance. Závazky spořitelen mají tradičně podobu depozit. Protože se jedná především o termínová depozita, jsou relativně stabilní. Aktiva jsou mnohem více diverzifikovaná, než mají ostatní spořitelní instituce, často jsou to aktiva dlouhodobá – zvláště hypotéky (na rozdíl od spořitelen jsou to však většinou pojištěné a garantované hypotéky) a obligace velice kvalitních firem. Nicméně deregulace a univerzalizace vedly k široké diverzifikaci portfolia úvěrů spořitelen, spořitelny začínají poskytovat kromě spotřebitelských úvěrů i úvěry podnikatelům, poskytují i další formy hypotečních úvěrů, začínají vést i jiné účty, než jen účty úspor a také poskytovat další služby. Analogicky dochází ke změnám v bankách – především díky růstu dlouhodobých zdrojů a širokému zájmu o hypotéky u domácností se stává tento produkt atraktivní i pro banky. K analogickým změnám dochází velice rychle i v České republice. U naší největší spořitelny, České spořitelny, a.s., došlo k zásadní změně už před její privatizací především změnou struktury jejich aktivních obchodů. Velice dynamicky rostl především podíl úvěrů, poskytnutých organizacím a soukromým podnikatelům.

Na přelomu 70. a 80. let a znovu koncem 80. let měly spořitelny prakticky ve všech ekonomicky vyspělých zemích vážné problémy, související právě se strukturou jejich aktiv. Na počátku 80. let dochází k velice rychlému růstu úrokových sazeb a přitom dlouhodobé hypoteční úvěry byly spořitelny tradičně poskytované s pevnými úrokovými sazbami. Dlouhodobé úvěry jsou ale často financované krátkodobějšími depozity, takže v hospodaření spořitelen nemohl být růst nákladů kryt růstem příjmů. Ke krizi spořitelen a krachu řady z nich znovu dochází na počátku 90. let, kdy byl tento vývoj spojen především se změnami na trhu nemovitostí.

### SPOŘITELNÍ A ÚVĚROVÁ DRUŽSTVA

Historie spořitelních družstev sahá až do nejranějšího období 19. století. První společenství podobné spořitelnímu družstvu založili dělníci v malém anglickém městečku Rochdale v roce 1844. Skutečné spořitelní družstvo založil o něco později v roce 1849 v německém městě Flammersfeld pan Friedrich Wilhelm Raiffeisen (1818–1888), který tím nejen polo-

žil základy mohutné finanční skupině nesoucí dodnes jeho jméno, ale především odstartoval nástup spořitelních družstev po celém světě. Idea peněžního družstevnictví má za sebou více než 160 let zkušeností. Dnes po celém světě působí 49.000 družstevních záložen v 97 zemích a své služby poskytují více než 184 milionům lidí. Vývoj spořitelních družstev se nezastavil ani v Evropě. V současnosti je v Evropské asociaci družstevních bank sdruženo 4.200 družstevních bank s 65.000 pobočkami a 50 miliony členy.

Česko, tehdy ještě pod rouškou Rakouska-Uherska, byla přímo u zrodu této revoluční myšlenky. O rozvoj spořitelních družstev na území Česka se zasloužil především František Cyrill Kampelík, autor tzv. Kampelíkova spisku z r. 1856, vydaného v roce 1861, o budování venkovských družstevních peněžních ústavů. Jeho návrh sice tehdy nebyl realizován, ale když se později začaly v Čechách zakládat ústavy podle návrhů Raiffeisenových, který svůj projekt zveřejnil až několik let po Kampelíkovi, byla na jeho počest spořitelní družstva nazvána kampeličkami. Rozvoj družstevního bankovníctví pak zesílil po vzniku samostatné Československé republiky v roce 1918. Mezi tzv. ústavy lidového peněžnictví tehdy patřily: spořitelny, občanské a živnostenské záložny a kampeličky. Ústavy lidového peněžnictví měly lokální působnost a jejich služeb využívali převážně malí a střední podnikatelé, přičemž jejich činnost dozorovalo Ministerstvo financí. V roce 1926 dosáhl např. bilanční úhrn ústavů lidového peněžnictví úrovně 32 mld. Kč, přičemž bilanční úhrn bank tehdy činil 37 mld. Kč. Přechod k centrálnímu řízení hospodářství po skončení 2. světové války znamenal postupné likvidování segmentu spořitelních a úvěrních družstev. V březnu roku 1948 došlo k zavedení nucených správ a v roce 1952 pak k úplnému zániku ústavů družstevního bankovníctví v Československu.

Ke znovuoživení segmentu spořitelních družstev došlo až v roce 1991. V roce 1995 byl přijat zákon č. 87/1995 Sb., o spořitelních a úvěrních družstvech, který položil základy současné právní úpravy podnikání spořitelních družstev v Česku. Uvedený zákon měl bohužel vážné nedostatky, které později způsobily na českém peněžním trhu značné problémy. Šlo zejména o velice nízkou úroveň základního kapitálu, která činila pouze 100.000 Kč, o absenci kvalitního dozoru a regulace podnikání spořitelních družstev, často také o velice neprofesionální a nekompetentní vedení spořitelních družstev. Na sklonku 90. let došlo k masivnímu krachu spořitelních družstev a ke ztrátě důvěry veřejnosti k tomuto sektoru. Renesanci v sektoru družstevního bankovníctví způsobilo přijetí tzv. euronovely zákona č. 87/1995 Sb., o spořitelních a úvěrních družstvech. Euronovela nabyla účinnosti dne 1. 5. 2004, kdy došlo ke vstupu České republiky do Evropské unie, a přinesla mimo jiného zvýšení minimální výše kapitálu záložen na 35 mil. Kč, postupné přenesení funkce dohledu nad spořitelními družstvy na Českou národní banku jako i zvýšení úrovně zajištění vkladů členů spořitelních družstev. Harmonizace českých právních norem s legislativou EU tak umožňuje postupné posilování důvěryhodnosti sektoru spořitelních družstev a jeho kontinuální růst.

**PŘÍPADOVÁ STUDIE****PŘEMĚNA DRUŽSTEVNÍ ZÁLOŽNY CREDITAS NA BANKU**

Největší tuzemská družstevní záložna Creditas se v lednu 2017 transformovala na banku. ČNB totiž přijala opatření proti krachům kampeliček, ke kterým v minulosti docházelo. Každá záložna s aktivy nad pět miliard korun se do roku 2018 musela přeměnit na banku. Creditas se zhruba 20 tisíci klienty měla aktiva více než dvojnásobná. ČNB přijala uvedenou regulaci po krachu dvou kampeliček: Metropolitního spořitelního družstva v roce 2013 a WPB Capital v roce 2014. Banka Creditas se chce profilovat podobně jako nízkonákladové banky, které přišly na český trh v roce 2011 – Air Bank, banka Zuno a Equa bank – nebo Fio banka, jež získala licenci o rok dříve a do níž se včlenila Fio družstevní záložna. Stejně jako oni při svém založení, vsadí nová banka na vysoký úrok spořicího účtu a na bezpoplatkový běžný účet.

V Česku měla záložna 14 poboček, přeměnou na banku otevřela další dvě. Záložnu ovládal olomoucký finančník a podnikatel v zemědělství a energetice Pavel Hubáček. V roce 2016 za ni zaplatil necelých 500 milionů korun. Za první rok fungování vykázala Banka Creditas 66 milionů čistého zisku. Počet klientů banky se za rok zdvojnásobil na 40 tisíc. Díky tomu vklady u banky vzrostly meziročně o 150 procent na více než 25 miliard korun. Celková bilanční suma vzrostla ve srovnání s předešlým obdobím ještě rychleji - o 170 procent na téměř 32 miliard korun.

**STAVEBNÍ SPOŘITELNY**

Specifickým druhem spořitelny jsou stavební spořitelny, které spravují na základě smlouvy o stavebním spoření kolektivně shromážděné peněžní prostředky. Garantují klientovi, že mu při splnění předem známých podmínek vznikne nárok na získání úvěru pro účely bydlení za pevnou, relativně výhodnou úrokovou sazbu. Účastníci stavebního spoření tvoří uzavřený kolektiv. Stavební spořitelna definuje podmínky pro dlouhodobě fungující systém stavebního spoření tím, že stanoví provozně ekonomické (úročení vkladů a úvěrů, úhrady, poplatky) a především odborně technické tarify stavebního spoření. Tyto odborně technické tarify zahrnují dobu spoření nezbytnou ke vzniku nároku na úvěr, minimální výši vkladu potřebného pro dosažení nároku na úvěr, výši tohoto úvěru a výši splátek z poskytnutého úvěru. Řada těchto podmínek je stanovena zákony.

Stavební spoření je rozděleno do dvou fází, a to fáze spoření a fáze úvěru. Ve fázi spoření se na účet u spořitelny pravidelně nebo nepravidelně (na účet lze kdykoliv vložit jakoukoliv částku) ukládají smlouvené částky (vklady). Tyto částky jsou průběžně úročeny úrokovou sazbou z vkladů a jednou ročně k nim je připisována státní podpora. Doba spoření není nijak maximálně omezena. Pokud však klient nepožádá o úvěr a nechce přijít o státní

podporu, musí vklady ve spořitelně nechat nejméně po dobu 6 let. Po šesti letech může buď smlouvu vypovědět a uspořené peníze použít na jakýkoliv účel (mimo jiné také na uzavření nové smlouvy o stavebním spoření), nebo můžete na stejnou smlouvu a za stejných podmínek spořit i nadále, do doby dosažení cílové částky.

Ve fázi úvěru lze využít klasický úvěr ze stavebního spoření, pro jehož získání je zapotřebí dokončit minimálně dvouletou fázi spoření. K přidělení úvěru je nutné splnit i další podmínky stanovené stavební spořitelnou jako naspoření určitého procenta cílové částky, dosažení určité hodnoty hodnotícího čísla a předložení důkazů o dostatečné bonitě, příp. zajištění úvěru. Úvěr může být (na rozdíl od částky získané pouze spořením) použit pouze na bytové potřeby a toto použití musí být řádně prokázáno. Při nesplnění některé z podmínek přidělení klasického úvěru je možno požádat o překlenovací úvěr, který může být přidělen prakticky ihned po založení smlouvy a slouží k překlenutí doby do přidělení klasického úvěru. Se splácením úroků z překlenovacího úvěru se zároveň spoří až do doby, kdy je přidělen řádný úvěr ze stavebního spoření, kterým se splatí úvěr překlenovací.



### SAMOSTATNÝ ÚKOL

Stáhněte si nejaktuálnější výroční zprávu jakékoliv banky aktivně působící v Česku a najdete v ní následující údaje za poslední tři roky: počet zaměstnanců, ROA, ROE, zisk, kapitálová přiměřenost, bilanční suma. Vývoj u všech ukazatelů okomentuje a snažte se najít vzájemné vazby.

---



### OTÁZKY

1. Jaké jsou dvě klíčové aktivity komerčních bank?
  2. Kolik bank působí v Česku a které banky patří do skupiny velkých bank?
  3. Jak je nastaven systém pojištění vkladů v bankách?
  4. Z jakých složek je tvořen kapitál bank?
  5. Co je nejvýznamnější položkou aktiv bank a jaké typy těchto aktiv rozlišujeme?
  6. Které typy výnosů a nákladů jsou banky nejdůležitější?
-



**SHRnutí KAPITOLY**

Ačkoliv se postupem času čím dál více stírá rozdíl mezi jednotlivými typy finančních institucí, stále jen některé z nich mohou přijímat klientské vklady. Právě tyto jsou pak označovány jako depozitní finanční instituce. Hlavním představitelem této skupiny jsou komerční banky. Český bankovní sektor prošel velice turbulentním vývojem zejména v 90. letech 20. století. V poslední době je situace českého bankovního sektoru stabilizovaná. Rozhodujícími činnostmi komerčních bank je shromažďování úspor a jejich následné zapůjčování v podobě půjček a úvěrů. Banky nicméně provádějí i další operace, které označujeme jako ostatní. Bankovní podnikání je realizováno na dvou základních, spolu souvisejících principech, a to na principu návratnosti a na principu ziskovosti.

Všeobecně nejvýznamnější součástí pasiv bank jsou závazky vůči klientům neboli depozita, přičemž zpravidla představují 60-80 % pasiv. Banky nabízejí celou řadu depozitních produktů, jež se liší hlavně dobou splatnosti a způsobem úročení. Na straně pasiv jsou ještě dva velice významné finanční zdroje bank – vlastní kapitál banky a nedepozitní závazky. Kvantitativně má kapitál obvykle jako finanční zdroj pro banky malý význam. O to větší je jeho význam kvalitativní. Kapitálem je především zaručována solventnost banky.

Rozhodující část aktivních operací komerčních bank tvoří úvěrové operace a úvěry tvoří rozhodující část jejich aktiv. Úvěry jsou málo likvidní, relativně rizikové, ale přinášejí při srovnání s jinými aktivy vyšší výnosy. Portfolio úvěrů, které banky poskytují, je velice široké, banky mají toto portfolio ze všech finančních institucí nejvíce diverzifikované. V aktivech bank se nachází ještě celá řada dalších položek. Banky mají v držbě především značné množství likvidních aktiv v podobě hotovosti a krátkodobých cenných papírů.

Nejvýznamnějším zdrojem výnosů pro komerční banky jsou obvykle úrokové výnosy z poskytnutých úvěrů. Dalším podstatným zdrojem výnosů jsou inkasované poplatky a provize, které banky účtují svým klientům za využívání různých bankovních služeb. Zbývajícími výnosy komerčních bank, avšak svým významem už podstatně nižšími, jsou výnosy z dividend, z obchodování na finančních trzích nebo výnosy z prodeje majetku. Na straně nákladů jsou dominantní také úrokové náklady neboli úroky, které banky vyplácejí klientům, kteří do banky vložili svá depozita. Významné jsou i správní náklady, které tvoří náklady na zaměstnance a také náklady na provoz, což jsou energie, ochrana, pojištění, služby IT apod. Hospodářské výsledky bank je možné vyjádřit celou řadou ukazatelů, běžně je ale používán především hrubý, resp. čistý zisk. Hospodaření bank se velice často analyzuje pomocí různých poměrových ukazatelů, které se dotýkají hlavních stránek hospodaření a díky své konstrukci také umožňují srovnání mezi jednotlivými bankami.

Kromě komerčních bank se můžeme setkat i dalšími institucemi, které naplňují základní charakteristiku depozitní instituce a přijímají vklady a poskytují půjčky a úvěry. Jedná se o spořitelny, spořitelní a úvěrová družstva a stavební spořitelny.



## ODPOVĚDI

1. Rozhodujícími činnostmi komerčních bank je shromažďování úspor a jejich následné zapůjčování v podobě půjček a úvěrů.
  2. V Česku ke konci roku 2018 působilo celkem 50 bank. Skupinu velkých bank tvořily tyto čtyři banky: ČSOB, Česká spořitelna, Komerční banka, UniCredit Bank.
  3. Výše náhrady se vypočítá z celkového objemu pojištěných vkladů jednotlivého vkladatele u dotčené banky a poskytuje se ve výši 100 % tohoto objemu, maximálně však do výše ekvivalentu 100 tisíc EUR pro jednoho vkladatele u jedné banky.
  4. Z ekonomického hlediska zahrnuje kapitál bank tři základní položky: vlastní akciový kapitál (nominální hodnota akcií \* počet emitovaných akcií), prémie (ážio) a nerozdělený zisk.
  5. Nejvýznamnější položkou aktiv bank jsou poskytnuté úvěry. Úvěry rozlišujeme podnikatelské, hypotéční, spotřebitelské, kontokorentní, úvěry z kreditních karet, investiční úvěry atd.
  6. Na straně výnosů jsou nejvýznamnější úrokové výnosy, dále pak inkasované poplatky a provize a v menší míře výnosy z dividend, z obchodování na finančních trzích nebo výnosy z prodeje majetku. Na straně nákladů jsou nejvýznamnější opět úrokové náklady a poté náklady na zaměstnance a náklady na provoz.
-

## 12 NEDEPOZITNÍ FINANČNÍ INSTITUCE

### RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY



V poslední kapitole této učebnice si představíme hlavní nedepozitní finanční instituce. Velmi důležitými jsou pojišťovny, které nabízejí pojistnou ochranu svých klientů. V životě existuje celá řada různých rizik a pojišťovny proto nabízejí značné množství pojistných produktů, které tato rizika kryjí. Ukážeme si hlavní produkty z kategorie životního i neživotního pojištění a srovnáme český pojistný trh s trhy v jiných zemích EU. Dalšími finančními institucemi, jejichž služby využívá stále rostoucí počet klientů, jsou investiční společnosti a jejich podílové fondy. Vysvětlíme si podstatu jejich fungování a porovnáme základní typy podílových fondů, do kterých mohou drobní investoři investovat. Poslední kategorií nedepozitních finančních institucí, které se budeme věnovat, jsou penzijní společnosti. Vysvětlíme si, jakými změnami prošel systém penzijního připojištění v Česku a jaká je jeho současná struktura.

### CÍLE KAPITOLY



- Pochopit úlohu nedepozitních finančních institucí ve finančním systému.
- Definovat různé typy nedepozitních finančních institucí.
- Charakterizovat podnikání pojišťoven a jejich hlavní produkty.
- Popsat pojistný trh v Česku a porovnat ho s jinými trhy v EU.
- Vysvětlit fungování investičních společností a podílových fondů.
- Definovat hlavní typy podílových fondů a srovnat jejich investiční strategii.
- Vysvětlit fungování penzijních společností.
- Charakterizovat hlavní změny v uspořádání penzijních fondů a společností po reformě penzijního systému v roce 2013.

### KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY



Nedepozitní finanční instituce, pojišťovny, životní pojištění, neživotní pojištění, pojistné rezervy, předepsané pojistné, investiční společnosti, otevřené podílové fondy, kolektivní investování, podílový list, fondy peněžního trhu, dluhopisové fondy, smíšené fondy, akciové fondy, zajištěné fondy, penzijní společnosti, penzijní fondy, transformované fondy, účastnické fondy, doplňkové penzijní spoření.

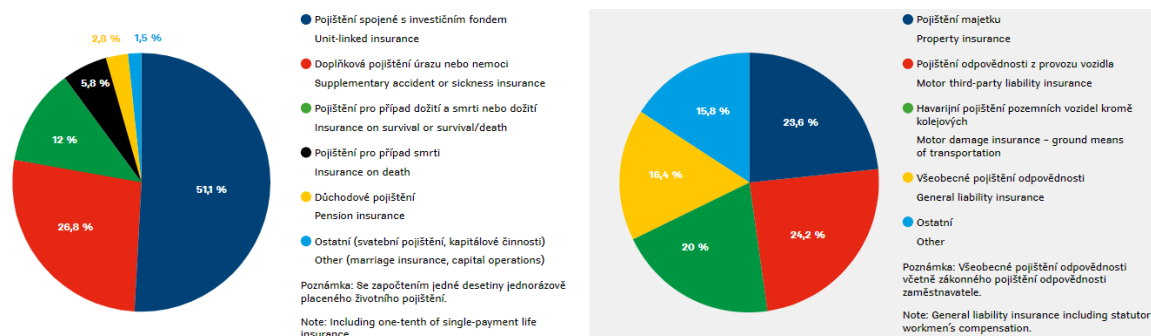
Poslední kapitola učebnice je věnována nedepozitním finančním institucím. Jedná se o smluvní finanční instituce, které od svých klientů přijímají platby či příspěvky za poskytování určitých finančních služeb. V kategorii nedepozitních finančních institucí rozlišujeme zejména pojišťovny, investiční společnosti, podílové fondy, penzijní fondy, obchodníky s cennými papíry a investiční banky, leasingové společnosti, společnosti poskytující spotřebitelské půjčky, společnosti nabízející finanční poradenství a zprostředkování, faktoringové a forfaitingové společnosti, směnárny apod. Vzhledem k zaměření učebnice pouze na základy ze světa financí se budeme podrobněji věnovat jen třem kategoriím nedepozitních institucí, které jsou v podmínkách českého finančního systému nejvíce využívány.

## 12.1 Pojišťovny

Pojišťovny tvoří v každé tržní ekonomice velice významnou skupinu finančních institucí. Jejich základní aktivitou je pojistná ochrana klientů – na základě většinou dlouhodobých smluv pojišťovny nabízí celou řadu produktů životního a neživotního pojištění. Proto má pojišťovnictví v základě své činnosti jiná rizika, než transakční a zprostředkovatelské. A proto také formy a způsoby řízení pojišťovacích institucí musí být jiné, než u depozitních institucí. Pojišťovny na sebe přebírají rizika klientů a financují pojištěné škody, pokud k nim u těchto klientů dojde. Zdroje získávají ve formě pravidelných poplatků, které tvoří pojistné technické rezerv – ty musí pojišťovny bezpečně investovat. Rezervní fond slouží ke krytí plateb v případě smrti, zranění, nemoci, požáru či jiné přírodní katastrofy. Pojišťovny mohou být univerzální a pojišťovat všechny druhy rizik (a provozovat i zajišťovací činnost) nebo mohou být různým způsobem specializované. Specializovat se mohou na určitý druh nebo odvětví pojištění a na pojišťování určitých rizik (např. životní pojištění či pojištění proti živelním rizikům) nebo na některé skupiny subjektů.

**Životní pojištění** znamená pro pojišťovací společnost závazek krýt ztráty z předčasné smrti, pro klienty možnost zhodnotit dlouhodobé úspory. Životní pojištění má analogický charakter jako penzijní pojištění a řada společností poskytujících životní pojištění se snaží řídit penzijní fondy soukromých i veřejných organizací. Životní pojištění má poměrně blízko také k bankovníctví, resp. k depozitním produktům bank a úzce souvisí s úsporami klientů. Většina produktů životního pojištění také spojuje ochranu proti riziku (předčasnou smrtí nebo naopak velice dlouhým životem) s prvky úspor. Ve srovnání s neživotním pojištěním jsou výnosy z životního pojištění stabilnější a požadavky na kapitálovou vybavenost společností, které tyto produkty nabízejí méně striktní.

**Neživotní pojištění** (pojištění majetku, živelní pojištění, pojištění odpovědnosti za škodu atd.) představuje specializovanější činnost, než je poskytování životního pojištění. Různými typy pojištění je vlastně prodávána ochrana vlastnictví. Přes veškerou rozmanitost jsou hlavními formami tohoto druhu pojištění aut a pojištění proti živelním pohromám. K dalším formám patří např. námořní pojištění, pojištění proti ztrátě zisku aj. podnikatelská pojištění, úrazové pojištění, pojištění majetku apod. Význam jednotlivých druhů pojištění na českém pojistném trhu zachycuje Obrázek 12-1.



**Obrázek 12-1: Typy životního a neživotního pojištění v Česku ke konci roku 2017**

Zdroj: Česká asociace pojišťoven [online]. Dostupné z [http://www.cap.cz/images/o-nas/vyrocní-zpravy/2017\\_vyrocní.pdf](http://www.cap.cz/images/o-nas/vyrocní-zpravy/2017_vyrocní.pdf) [vid. 18. 5. 2019]

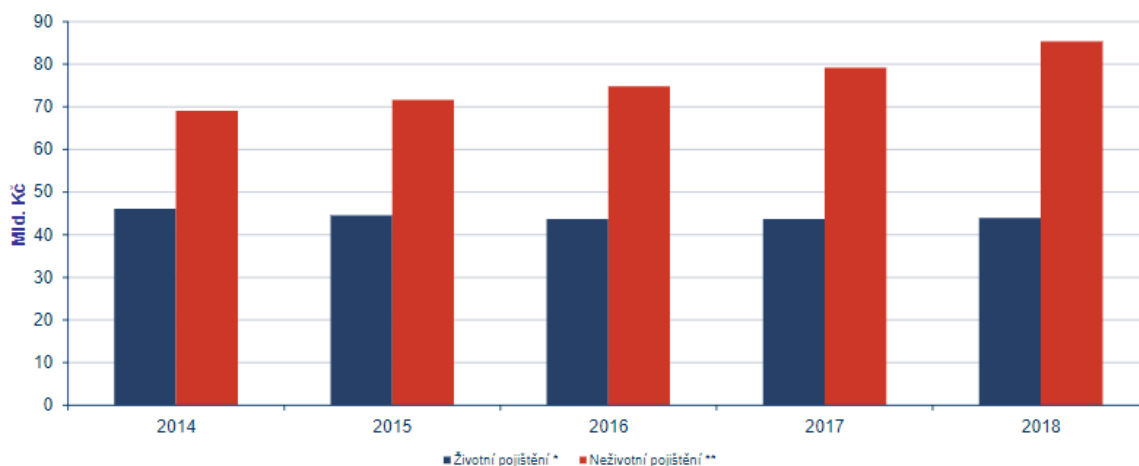
Pasiva (závazky) společností, poskytujících životní pojištění, jsou především pohledávky držitelů pojistek. Mají podobu různých, do určité míry zastupitelných nepřímých cenných papírů. Aktiva společností, poskytujících životní pojištění, jsou představována dlouhodobými cennými papíry a jsou velice málo likvidní. Jedná se především o firemní obligace a hypoteční zástavní listy. Akcie tvoří poměrně malý podíl aktiv společností životního pojištění. Poměrně nízký je i podíl státních cenných papírů, protože ve většině ekonomicky vyspělých států je životní pojištění daňově zvýhodněno.

Portfolio aktiv společností, které poskytují pojištění majetku a pojištění proti živelním pohromám, je zcela odlišné od portfolia společností životního pojištění. Převážnou většinu investic tvoří municipální obligace a v zemích s liberálnějším dozorem nad pojišťovnictvím mohou pojišťovny investovat částečně do firemních akcií, přímo poskytovat úvěry, nabývat podílové listy investičních fondů nebo vlastnit směnky. V portfoliu aktiv českých pojišťoven nalezneme jako významnou položku depozita u bank.

Právní rámec pro změny související se zaváděním tržní ekonomiky a soukromého podnikání vytvořily v oblasti pojišťovnictví zejména nové zákony o pojišťovnictví (v ČR zákon č. 185/1991Sb.). Udělením povolení MF ČR a SR coby dozorcích orgánů nad pojišťovnictvím mohly od té doby na území ČSFR podnikat v pojišťovnictví i další pojišťovny, v právní formě založené jako akciové společnosti, státní podniky a družstva. Rozdělením federativního státu k 1. 1. 1993 se vytvořily podmínky pro samostatný rozvoj českého pojistného trhu. České pojišťovnictví se vyvíjí v tržním prostředí v souladu s normami EU. Značné kompatibility se podařilo dosáhnout v ekonomice pojištění (účetnictví, technické rezervy, solventnost). Obecně se rozšířila mezinárodní spolupráce jak na úrovni států, tak i České asociace pojišťoven.

Základním ukazatelem vývoje pojistného trhu je vývoj sumy předepsaného pojistného, tedy objem prostředků, které klienti pojišťoven mají v rámci platných pojistných smluv zaplatit v podobě pojistného. Bližší rozdělení na životní a neživotní pojištění je zobrazeno v Obrázku 12-2. Je evidentní, že předepsané pojistné životního pojištění stagnuje a předepsané pojištění neživotního pojištění zaznamenává vyšší tempo růstu. Český pojistný trh je rovněž charakteristický obecně nižší mírou propojištěnosti ekonomiky, než je průměr zemí

EU. Zároveň je ale nutné dodat, že ve skupině nových členských zemí EU ze střední a východní Evropy je naopak podíl předepsaného pojistného na HDP vyšší než průměr. Dlouhodobě platným rysem českého pojistného trhu je rovněž vyšší podíl neživotního pojištění než životního pojištění na pojistném trhu. Tento stav, ačkoliv rozdíl se v čase neustále snižuje, je opět v diametrálním rozporu s průměrem EU.



**Obrázek 12-2: Předepsané pojistné (2014-2018, mld. Kč)**

Zdroj: Česká asociace pojišťoven [online]. Dostupné z <http://www.cap.cz/images/statisticke-udaje/vyvoj-pojisteno-trhu/STAT-2018Q4-GRAFY-2019-01-29.pdf> [vid. 18. 5. 2019]

## 12.2 Investiční společnosti a podílové fondy

Investiční společnost (investment company) je zakladatel a správce (obhospodařovatel) fondů. Podléhá zvláštní regulaci dané zákonem č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování a dohledu České národní banky. Činnost investiční společnosti je kontrolována také depozitářem a auditorem. Pro činnost investičních společností, které jsou typickými investičními zprostředkovateli, je charakteristické soustředování zdrojů velkého množství investorů a jejich investování do diverzifikovaného portfolia vymezených finančních dokumentů podle předem stanovených pravidel. O investiční společnosti, respektive podílové fondy mají zájem především drobní investoři. Ti mají možnost získat jejich prostřednictvím diverzifikované portfolio cenných papírů, které by nemohli vytvořit přímou individuální investicí. Drobní investoři kupují podíly v podílových fondech zřízených a spravovaných investiční společností.

Investiční fondy fungují jako akciové společnosti. Podílové fondy nemají vlastní právní subjektivitu. Zakládají je a spravují investiční nebo správcovské společnosti, přičemž majetek podílových fondů musí být striktně oddělený od majetku investiční, resp. správcovské společnosti. Vlastnická práva podílníků jsou představována podílovými listy. Jedná se o cenné papíry, které zajišťují právo na odpovídající podíl majetku a také právo podílet se na výnosu z tohoto majetku. Tím je podobný akcií, ale podílník nemá právo podílet se na řízení společnosti a nemůže zasahovat do správy fondu. Podílník nákupem podílového listu v

konkrétním podílovém fondu vyjadřuje souhlas s jeho investiční politikou i strukturou investic. Pokud s ní přestane souhlasit, má možnost z fondu vystoupit (prodat podílové listy).

Ačkoliv teoreticky mohou podílové fondy být uzavřené nebo otevřené, standardní formou kolektivního investování jsou otevřené podílové fondy. Uzavřené fondy jsou zakládány na určitou dobu – po uplynutí této doby je správcovská společnost povinna požádat o přeměnu na otevřený podílový fond nebo uzavřít hospodaření s majetkem a podílníky vyplatit. Přeměna otevřeného podílového fondu na uzavřený možná není. Otevřené podílové fondy jsou takové, kde mají podílníci možnost prodat své podílové listy kdykoli zpět fondu výměnou za své peníze. Cena podílového listu odpovídá aktuální hodnotě majetku fondu připadajícího na jeden podílový list vyhlášené ke dni podání žádosti o odkup. U uzavřených podílových fondů tuto možnost nemají a podílové listy fondu mohou prodat až po skončení doby, na kterou bylo do podílového fondu investováno. Mohou ale s podílovými listy uzavřených fondů obchodovat na burzovních nebo mimoburzovních trzích.

Otevřené podílové listy obvykle investují do jednoho nebo více druhů (tříd) investičních aktiv. Volba fondu tedy určí diverzifikaci a míru rizika vaší investice. Ta ovšem záleží i na kvalitě cenných papírů, do kterých bylo investováno (kreditní riziko) a profilu daného typu fondu. Fondy obvykle účtují vstupní poplatky (při nákupu). Forma tohoto poplatku může být různá např. vyšší cena při nákupu a nižší při odkupu. U mnoha fondů se cena nákupu a prodeje neliší a poplatky jsou účtovány jako přírážka k nákupní či srážka k prodejní ceně. Obvykle je stanovena procentem z ceny podílového listu. Investiční společnost (která fond založila) si dále účtuje roční odměnu za správu přímo od fondu. Existují i jiné náklady a poplatky. Všechny dohromady jsou vyjádřeny v „celkovém nákladovém poměru“ (označovaný také jako TER – Total Expense Ratio), který představuje celkové průběžné náklady investice do podílového listu a pro je vodítkem k posouzení, jak je příslušný fond hospodárný ve srovnání s jinými fondy. Podle investičního zaměření rozlišujeme podílové fondy na několik základních druhů. Představíme si fondy peněžního trhu, dluhopisové fondy, smíšené fondy, akciové fondy a zajištěné fondy.

**Fondy peněžního trhu** investují získané peněžní prostředky do krátkodobých dluhopisů a na mezibankovním trhu. Rizikovost investic do těchto fondů je nízká a jejich likvidita vysoká. Proto ale také jejich výnos není zpravidla o mnoho vyšší než výnos z vkladů na termínovaný bankovní účet. To vyplývá z toho, že (krátkodobý) charakter investic těchto fondů omezuje kreditní riziko a současně snižuje tržní riziko (umožňuje rychle reagovat i na neočekávaný vývoj úrokových sazeb na peněžním trhu).

Struktura aktiv **dluhopisových fondů** je tvořena, jak již sám název napovídá, především dluhopisy, a to především se střední dobou splatnosti (kolem pěti let). O něco větší míra podstupovaného rizika vyplývá ze skutečnosti, že během splatnosti střednědobých dluhopisů je odhad vývoje budoucích úrokových sazeb poměrně nejistý (inflační riziko). Tato delší splatnost umožňuje dosahovat větší výnos a případně i mimořádný výnos, pokud úrokové sazby na dluhopisovém trhu neočekávaně (proti všeobecnému očekávání) klesnou.



Peněžní prostředky vložené do **smíšených fondů** jsou investovány nejen do dluhopisů, ale i do akcií. Protože akciové trhy se vyznačují častými a někdy velmi výraznými poklesy (daleko většími a častějšími než jsou výkyvy úrokových sazeb na dluhopisovém trhu), je podstupované riziko z investic do těchto fondů ve srovnání s předchozími typy vyšší. Historické záznamy vývoje cen na akciových trzích však ukazují, že ceny akcií firem, které se na těchto trzích udržely, navzdory těmto (někdy velmi významným a roky trvajícím) poklesům v čase rostou a jejich růst v delším časovém období přináší zpravidla vyšší výnos, než u jiných typů finančních aktiv. S délkou investice proto roste pravděpodobnost, že investice do těchto fondů přinese vyšší výnos než při investicích do fondů předchozího typu.

**Akciové fondy** investují prostředky shromážděné od jejich investorů převážně do akcií firem kótovaných na akciových trzích. Proto i v tomto případě platí, a to ještě více než u smíšených fondů, že výnos v krátkém horizontu je velmi nejistý a může se snadno stát, že bude po dobu měsíců či dokonce jednoho i více let záporný. S rostoucí dobou investice však roste pravděpodobnost, že výnos poroste a po cca deseti letech už bývá spíše pravidlem (i když ne jistotou), že je vyšší než kumulovaný výnos investic do méně rizikových investic realizovaných v kratším období.

**Tabulka 12-1: Prostředky v podílových fondech dle druhu fondu a domicilu**

K 31.12. (mld. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Meziroční změna	
							abs.	(%)
Domácí	110,4	130,6	167,0	201,8	234,6	280,2	45,6	19,4
z toho dluhopisové	51,3	53,6	64,2	64,8	70,7	71,1	0,5	0,6
z toho akciové	16,7	18,0	22,3	27,1	33,6	44,3	10,7	31,7
z toho strukturované <sup>54</sup>	1,5	3,8	0,1	0,3	0,3	0,2	-0,1	-35,4
z toho smíšené <sup>55</sup>	19,2	22,6	36,8	80,1	92,4	117,6	25,2	27,2
z toho fondy fondů	16,6	27,4	38,3	17,7	20,0	24,1	4,1	20,6
z toho peněžního trhu	3,0	1,8	1,3	0,6	0,5	0,4	-0,1	-17,8
z toho nemovitostní	2,1	3,4	4,0	11,3	17,0	22,4	5,4	31,5
Zahraniční	119,9	140,5	161,9	180,2	195,5	203,3	7,8	4,0
z toho dluhopisové	30,9	34,0	44,5	47,0	53,4	47,6	-5,7	-10,7
z toho akciové	26,7	34,1	35,1	42,3	47,7	55,0	7,3	15,4
z toho strukturované	37,3	35,6	31,9	28,0	27,2	26,7	-0,5	-2,0
z toho smíšené	12,0	25,2	42,0	57,8	63,4	71,0	7,6	12,1
z toho fondy fondů	0,3	0,5	0,5	0,2	0,2	0,3	0,1	28,8
z toho peněžního trhu	12,2	10,2	6,6	3,8	2,6	2,2	-0,4	-15,5
z toho nemovitostní	0,4	0,9	1,2	1,2	1,1	0,5	-0,6	-55,4
<b>Celkem</b>	<b>230,3</b>	<b>271,1</b>	<b>328,9</b>	<b>382,0</b>	<b>430,1</b>	<b>483,5</b>	<b>53,4</b>	<b>12,4</b>

Zdroj: Ministerstvo financí ČR. Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2017. Praha: MFČR, 2018, s. 51 ([https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zprava\\_2017\\_Strucne-shrnuti-Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zprava_2017_Strucne-shrnuti-Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu.pdf)), [vid. 18. 5. 2019]

Zajištěné fondy jsou zvláštním typem podílových fondů, od kterých se liší v několika aspektech. Hlavním rozdílem je, že mají splatnost. Zajištěné fondy ale lze koupit pouze v upisovacím období. Obdobně je to i s jejich prodejem, garance vrácení vložené částky se

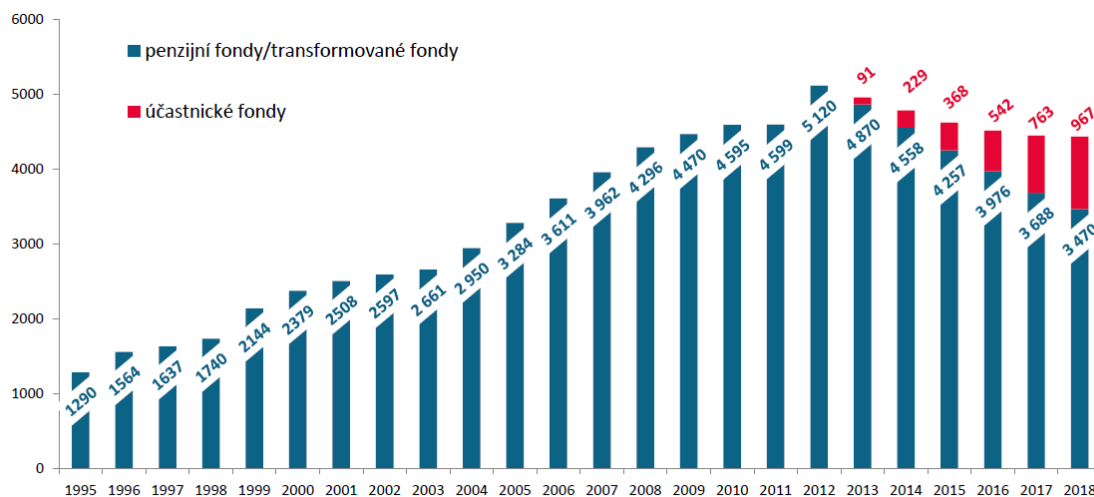


totiž vztahuje pouze k datu splatnosti fondu. Hlavní devizou zajištěných fondů je, že investorovi po uplynutí předem daného časového období vrátí přinejmenším vloženou částku. Tato garance však není zadarmo. Fond totiž negarantuje ani výnos v podobě kopírování inflace za předem dané období. Na druhou stranu pokud se fondu daří, dokáže fond dosáhnout přiměřených výsledků a například průměrnou roční inflaci překonat. V Tabulce 12-1 je uvedena struktura sektoru podílových fondů kolektivního investování.

### 12.3 Penzijní společnosti

Od 90. let 20. století v Česku existoval produkt penzijního připojištění jako dobrovolného státem zvýhodněného finančního produktu pro spoření na stáří. Tento produkt byl nabízen celou řadou penzijních fondů. V souvislosti se schválenou penzijní reformou došlo v Česku od ledna 2013 k významným změnám v sektoru penzijních fondů. Penzijní fondy tak po reformě fungují jako fondy transformované nebo účastnické. Transformované fondy vznikly ze dřívějších fondů a řídí se stejnými pravidly, včetně garance nezáporného zhodnocení, které bylo dříve platné pro všechny smlouvy o penzijním připojištění. Do těchto fondů nebudou moci noví klienti vstupovat, ale dále v něm budou zhodnocovány příspěvky klientů, kteří se v něm rozhodnou zůstat. Jde tedy o přímého pokračovatele penzijního připojištění a klienti do transformovaného fondu mohou dále posílat své peníze, získávat státní příspěvky a nechat si vyplácet penze.

Jádrem reformy jsou však účastnické fondy, které přinášejí větší možnosti (každá penzijní společnost má více účastnických fondů, ve kterých bude provozovat jiné investiční strategie s různým poměrem mezi rizikovostí a ziskovostí). V rámci III. pilíře důchodového systému nabízejí penzijní společnosti povinně jeden konzervativní účastnický fond se zákonem danými investičními limity. Vedle něj však mohou, v rámci širších limitů daných zákonem, nabízet spektrum dalších účastnických fondů s různou strukturou portfolia. Klienti transformovaného fondu si mohli své peníze převést do fondů účastnických (nikdy ne obráceně ani zpět). Je možno souběžně využít několik účastnických fondů jedné penzijní společnosti, takže lze část peněz spořit v konzervativním účastnickém fondu a část v dynamickém, kde je větší riziko ztráty a zároveň vyššího zisku. V žádném účastnickém fondu však nebude garantováno nezáporné zhodnocení. Zároveň platí, že není možné být klientem transformovaného a účastnického fondu zároveň. Vývoj počtu účastníků penzijního připojištění resp. doplňkového důchodového spoření je uveden v Obrázku 12-3.



**Obrázek 12-3: Vývoj počtu účastníků (tis. osob)**

Zdroj: Asociace penzijních společností ČR [online]. Dostupné z <https://www.apfcr.cz/grafy/> [vid. 19. 5. 2019]

Jak ukazuje tabulka 12-2, ke konci roku 2017 působilo stejně jako v předchozích 2 letech v rámci penzijního systému 8 penzijních společností, z nichž všechny prováděly správu prostředků jak v účastnických, tak transformovaných fondech III. pilíře. Z hlediska počtu subjektů se zdá být sektor penzijních společností již plně stabilizovaný. Po provedení reformy v roce 2013 na trhu působilo 10 penzijních společností, z nichž jedna se rozhodla ukončit činnost a dvě společnosti se sloučily.

**Tabulka 12-2: Počet fondů penzijních společností**

Penzijní společnost	III. pilíř	
	Transformované fondy	Účastnické fondy
Allianz penzijní společnost, a.s.	1	3
AXA penzijní společnost a.s.	1	3
Conseq penzijní společnost, a.s.	1	3
Česká spořitelna - penzijní společnost, a.s.	1	4
ČSOB Penzijní společnost, a.s.	1	4
KB Penzijní společnost, a.s.	1	4
NN Penzijní společnost, a.s.	1	3
Penzijní společnost České pojišťovny, a.s.	1	4
<b>Celkem</b>	<b>8</b>	<b>28</b>

Zdroj: Ministerstvo financí ČR. Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2017. Praha: MFČR, 2018, s. 56 ([https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zprava\\_2017\\_Strucne-shmuti-Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zprava_2017_Strucne-shmuti-Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu.pdf)), [vid. 19. 5. 2019]

**SAMOSTATNÝ ÚKOL**

Kromě fondů kolektivního investování existují také fondy kvalifikovaných investorů. Nastudujte, jaká pravidla platí pro fungování těchto fondů a jaké podmínky musí investor splnit, aby mohl do těchto fondů investovat. Dále najděte libovolné tři fondy kvalifikovaných investorů, které jsou v Česku nabízeny, a porovnejte jejich investiční strategie.

**OTÁZKY**

1. Jaké finanční instituce můžeme zařadit mezi nedepozitní?
2. Jak se nazývají dvě základní kategorie produktů nabízené pojišťovny?
3. Co znamená předepsané pojistné a o čem tento ukazatel vypovídá?
4. Co je základní charakteristikou otevřených podílových fondů?
5. Vyjmenujte základní kategorie podílových fondů podle investičního zaměření.
6. Jaké fondy může v Česku nabízet penzijní společnost?

**SHRNUTÍ KAPITOLY**

V kategorii nedepozitních finančních institucí rozlišujeme zejména pojišťovny, investiční společnosti, podílové fondy, penzijní fondy, obchodníky s cennými papíry a investiční banky, leasingové společnosti, společnosti poskytující spotřebitelské půjčky, společnosti nabízející finanční poradenství a zprostředkování, faktoringové a forfaitingové společnosti, směnárny apod. Pojišťovny tvoří v každé tržní ekonomice velice významnou skupinu finančních institucí. Jejich základní aktivitou je pojistná ochrana klientů. Pojišťovny mohou být univerzální a pojišťovat všechny druhy rizik (a provozovat i zajišťovací činnost) nebo mohou být různým způsobem specializované. Pojištění se dělí na životní a neživotní. Životní pojištění znamená pro pojišťovací společnost závazek krýt ztráty z předčasné smrti. Mezi neživotní pojištění patří pojištění majetku, živelní pojištění, pojištění odpovědnosti za škodu apod. Základním ukazatelem vývoje pojistného trhu je vývoj sumy předepsaného pojistného.

Investiční společnost je zakladatel a správce podílových fondů, které jsou určeny pro kolektivní investování. Standardní formou kolektivního investování jsou otevřené podílové fondy, kde mají podílníci možnost prodat své podílové listy kdykoli zpět fondu výměnou

za své peníze. Podle investičního zaměření rozlišujeme podílové fondy na několik základních druhů. Patří k nim fondy peněžního trhu, dluhopisové fondy, smíšené fondy, akciové fondy a zajištěné fondy. Pro potřeby dobrovolného spoření na důchod existují penzijní společnosti, které spravují penzijní fondy. Penzijní společnosti povinně nabízejí jeden konzervativní účastnický fond se zákonem danými investičními limity. Vedle něj však mohou, v rámci širších limitů daných zákonem, nabízet spektrum dalších účastnických fondů s různou strukturou portfolia.

---



## **ODPOVĚDI**

1. V kategorii nedepozitních finančních institucí rozlišujeme zejména pojišťovny, investiční společnosti, podílové fondy, penzijní fondy, obchodníky s cennými papíry a investiční banky, leasingové společnosti, společnosti poskytující spotřebitelské půjčky, společnosti nabízející finanční poradenství a zprostředkování, faktoringové a forfaitingové společnosti, směnárny apod.
  2. Pojišťovny nabízejí celou řadu různých pojištění, které se rozčleňují do dvou kategorií, a to životní a neživotní pojištění.
  3. Předepsané pojistné znamená objem prostředků, které klienti pojišťoven mají v rámci platných pojistných smluv zaplatit v podobě pojistného. Jedná se o základní ukazatel vývoje pojistného trhu a vypovídá například v porovnání s HDP o míře propojištěnosti ekonomiky.
  4. Otevřené podílové fondy jsou takové, kde mají podílníci možnost prodat své podílové listy kdykoli zpět fondu výměnou za své peníze. Cena podílového listu odpovídá aktuální hodnotě majetku fondu připadajícího na jeden podílový list vyhlášené ke dni podání žádosti o odkup.
  5. Na základní úrovni rozlišujeme fondy peněžního trhu, dluhopisové, smíšené, akciové, zajištěné nebo fondy fondů.
  6. Penzijní společnosti nabízejí povinně jeden konzervativní účastnický fond se zákonem danými investičními limity. Vedle něj však mohou, v rámci širších limitů daných zákonem, nabízet spektrum dalších účastnických fondů s různou strukturou portfolia.
-

## LITERATURA

1. BEŇOVÁ, E. a kol., 2005. *Financie a mena*. Bratislava: Iura Edition. ISBN 80-8078-031-5.
2. BESLEY, S. a E.F. BRIGHAM, 2009. *Principles of Finance*. 4<sup>th</sup> ed. Mason, OH: South-Western. ISBN 978-0-324-65588-9.
3. CECCHETTI, S.G., 2006. *Money, Banking and Financial Markets*. Boston: McGraw-Hill. ISBN 0-07-245269-2.
4. ČERNOHORSKÝ, J. a P. TEPLÝ, 2011. *Základy financí*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-3669-3.
5. EAKINS, S.G., 2002. *Finance. Investments, Institutions, and Management*. Boston: Addison Wesley. ISBN 0-201-72166-X.
6. FREIXAS, X. a J.C. ROCHET, 2008. *Microeconomics of Banking*. Cambridge, MA: MIT Press. ISBN 0-262-06270-4.
7. JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. Praha: Grada Publishing, 2009. ISBN 978-80-247-1653-4.
8. JÍLEK, J., 2004. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada Publishing. ISBN 80-247-0769-1.
9. KISLINGEROVÁ, E. a kol., 2010. *Manažerské finance*. Praha: C.H.Beck. ISBN 978-80-7400-194-9.
10. LACINA, L. a kol., 2007. *Měnová integrace. Náklady a přínosy členství v měnové unii*. Praha: C.H. Beck. ISBN 978-80-7179-560-5.
11. MELICHER, R.W. a E.A. NORTON, 2011. *Introduction to Finance. Markets, Investments, and Financial Management*. 14<sup>th</sup> ed. Hoboken: John Wiley & Sons. ISBN 978-0-470-56107-2.
12. MELUZÍN, T. a M. ZINECKER, 2009. *IPO*. Brno: Computer Press. ISBN 978-80-251-2620-2.
13. MINISTERSTVO FINANCÍ ČR, 2018. *Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2017* [online]. Praha: MF ČR [vid. 10. 05. 2019]. Dostupné z: [https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zprava\\_2017\\_Strucne-shrnuti-Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zprava_2017_Strucne-shrnuti-Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu.pdf)
14. MUSÍLEK, P., 2011. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-70-5.
15. NEAVE, E.H., 2009. *Modern Financial Systems. Theory and Applications*. Hoboken: John Wiley & Sons. ISBN 978-0-470-41973-1.
16. POLEDNÁKOVÁ, A., BIKÁR, M. a M. KMEŤKO, 2003. *Medzinárodný finančný manažment*. Bratislava: EKONÓM. ISBN 80-225-1625-2.
17. POLOUČEK, S. a kol., 2006. *Bankovníctví*. Praha: C.H.Beck. ISBN 80-7179-462-7.
18. POLOUČEK, S. a kol., 2009. *Peníze, banky, finanční trhy*. Praha: C.H.Beck. ISBN 978-80-7400-152-9.
19. POLOUČEK, S., 2004. *Peníze, banky a finanční trhy*. Karviná: Slezská univerzita, Obchodně podnikatelská fakulta. ISBN 80-724-8246-7.
20. RADOVÁ, J., DVOŘÁK, P. a J. MÁLEK, 2009. *Finanční matematika pro každého*. 7. vyd. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-3291-6.
21. REJNUŠ, O., 2010. *Finanční trhy*. Praha: Key Publishing. ISBN 978-80-7418-080-4.

22. REVENDA, Z. a kol., 2005. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press. ISBN 80-7261-132-1.
23. ROSS, S.R., WESTERFIELD, R.W. a B.D. JORDAN, 2009. *Fundamentals of Corporate Finance*. 7<sup>th</sup> Ed. Boston: McGraw-Hill. ISBN 0-07-319262-7.
24. RŮČKOVÁ, P., 2011. *Finanční analýza. Metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-3916-8.
25. RŮČKOVÁ, P. a M. ROUBÍČKOVÁ, 2012. *Finanční management*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-4047-8.
26. SAUNDERS, A. a M.M. CORNETT, 2001. *Financial Markets and Institutions. A Modern Perspective*. Boston: McGraw-Hill Irwin. ISBN 0-07-234892-5.
27. SMRČKA, L., 2010. *Rodinné finance. Ekonomická krize a krach optimismu*. Praha: C.H.Beck. ISBN 978-80-7400-199-4.
28. STAVÁREK, D., 2013. *Finance*. Karviná: SU OPF. ISBN 978-80-7248-847-6
29. THOMAS, L.B., 2006. *Money, Banking and Financial Markets*. Mason: South-Western. ISBN 0-324-32282-8.

## **SHRNUTÍ STUDIJNÍ OPORY**

Jelikož studijní texty zpravidla nemají závěr, nevím, co bych do něj měl psát ☺. Bohužel tuto část nelze v šabloně smazat ☹. Rád bych tedy poděkoval všem, kteří učebnici četli a v nejlepším případě přečetli od začátku až do konce. Věřím, že jste v ní našli informace užitečné nejen pro zkoušku, ale i pro praktický život nebo řízení osobních financí.

Daniel Stavárek

## PŘEHLED DOSTUPNÝCH IKON



Čas potřebný ke studiu



Klíčová slova



Průvodce studiem



Rychlý náhled



Tutoriály



K zapamatování



Řešená úloha



Kontrolní otázka



Odpovědi



Samostatný úkol



Pro zájemce



Cíle kapitoly



Nezapomeňte na odpočinek



Průvodce textem



Shrnutí



Definice



Případová studie



Věta



Korespondenční úkol



Otázky



Další zdroje



Úkol k zamyšlení



Název: **Finance**

Autor: **prof. Ing. Daniel Stavárek, Ph.D.**

Vydavatel: Slezská univerzita v Opavě  
Obchodně podnikatelská fakulta v Karviné

Určeno: studentům SU OPF Karviná

Počet stran: 209

Tato publikace neprošla jazykovou úpravou.