

Peněžní trh

Oldřich Šoba

Investice na peněžním trhu mají své výhody i nevýhody vyplývající z magického trojúhelníku investování. Ve většině situací se ovšem jedná o sázku tzv. na jistotu. Jaké jsou investiční možnosti na peněžním trhu a co by měl investor sledovat především?

Jak je všeobecně známo, peněžním trhem se rozumí trh dluhových instrumentů, které mají nejčastěji splatnost kratší než jeden rok. Mezi tyto instrumenty, resp. finanční aktiva peněžního trhu, patří především státní pokladniční poukázky, termínované a spořicí účty, depozitní certifikáty, směnky a vysoce bonitní a bezpečné dluhopisy s krátkou dobou splatnosti. Nástroje peněžního trhu se dle kritérií magického trojúhelníku vyznačují nízkou rizikovostí, relativně vysokou likviditou, což je ovšem „vykoupeno“ relativně nízkou výnosností, která v reálné podobě (po zohlednění zdanění a především působení inflace) bývá velmi nízká či často i záporná.

To je i aktuální situace korunového peněžního trhu, kdy meziroční hodnoty inflace nezanedbatelně přesahují výnosy plynoucí z nástrojů peněžního trhu za stejné období. Investice na peněžním trhu ovšem plní i v tomto případě dílčí způsobem svoji funkci, kdy alespoň částečně eliminují negativní vliv inflace na kupní sílu investovaných peněžních prostředků.

Drobný investor může investovat na peněžním trhu přímým anebo nepřímým způsobem. I když spojit pojem „investice“ či „investovat“ s peněžním trhem by mohlo být v některých případech doprovázeno velice dlouhou debatou, kde by někteří spíše preferovali pojmy „střadatelství“ či „střádat“ popř. „spořit“ či „šetřit“, a to z důvodu relativní „bezrizikovosti“ investic na peněžním trhu. Ale při určitém zjednodušení lze i s peněžním trhem, a to především v případě nepřímých investic, pojmy „investice“ a „investovat“ používat.

Přímé investice na peněžním trhu

Přímé investice na peněžním trhu lze snadno realizovat prostřednictvím přímého nákupu nástrojů peněžního trhu. V případě drobného investora se jedná především o možnost využití různých spořicíh či termínovaných účtů, depozitních certifikátů apod., a to ať už v bankách či v družstevních záložnách. Nejčastěji se jedná o využití termínovaných vkladů či spořicíh účtů, a proto se jim budeme věnovat především. Tyto produkty bývají často nabízeny v rámci balíčku služeb k běžnému účtu.

Tento způsob „investic“ preferuje v současné době velká část drobných českých investorů (či spíše střadatelů). Výhodou tohoto způsobu využití základních nástrojů peněžního trhu je bezesporu jejich jednoduchost, což je jedním z nejdůležitějších kritérií pro drobné české investory, kterým v mnohých případech připadají možnosti na finančních trzích nepřehledné a někdy i příliš složité. To je obecně dáno jejich nízkou finanční gramotností, kterou mimochodem potvrzují i statistiky Ministerstva financí ČR.

Další výhodou spořicíh či termínovaných účtů je pojištění svěřených prostředků. Vklady na těchto účtech jsou ze zákona pojištěny na 100 % částky, strop je ovšem 50 000 EUR, a to bez ohledu na to, zda se jedná o vklady v bankách či družstevních záložnách.

Pokud je majitelem těchto účtů fyzická osoba neukládající své peníze na uvedené účty v rámci své podnikatelské činnosti, podléhají úrokové výnosy z těchto účtů srážkové dani ve výši 15 % přímo u zdroje a připsány jsou úroky již po zdanění. Tím je daňová povinnost u těchto úrokových příjmů vyřešena a tyto se neuvádí do daňového přiznání ani se nezapočítávají do limitu pro povinnost podat daňové přiznání. Opět se tedy z daného pohledu jedná o ideální nástroj zhodnocování peněžních prostředků pro investory, kteří jsou jednak averzní k riziku a požadují velice jednoduché a pro ně srozumitelné finanční instrumenty.

Výnosnost investice do jakéhokoliv aktiva ovlivňují i související poplatky. V případě spořicíh účtů či termínovaných vkladů existují i důvěryhodné instituce, kde žádné poplatky aplikovány nejsou. Pokud by byly, doporučuji poohlédnout se po konkurenční instituci, která může stejné služby nabízet bez poplatků a možná i s vyšší úrokovou sazbou.

Drobní investoři se však přímými investicemi na peněžním trhu připravují o potenciálně vyšší výnosy, které by mohly dosáhnout takřka se stejným rizikem a likviditou u jiných nástrojů peněžního trhu. Je tomu tak z důvodu, že nevyužívají (a někdy ani nemohou) veškeré nástroje peněžního trhu.

Nemohou např. vstoupit na mezibankovní trh či nemohou nakoupit státní pokladniční poukázky a další nástroje peněžního trhu. Tyto nástroje jsou totiž prodávány ve velkých objemech pohybujících se v řádech milionů korun a tak k nim mají přístup pouze velcí institucionální investoři. Ovšem i drobný investor může do těchto nástrojů investovat, i když obvykle pouze nepřímo prostřednictvím investic do podílových fondů peněžního trhu.

Nepřímé investice na peněžním trhu

Podílové fondy peněžního trhu jsou obecně nejméně rizikový a také nejméně výnosný druh fondu kolektivního investování. Fondy kolektivního investování jsou založeny na známém principu, kdy drobní investoři svěřují své peněžní prostředky správci fondu, který pak za tyto kumulované prostředky v souladu se statutem příslušného fondu nakupuje odpovídající aktiva. Tímto způsobem lze pak nepřímo investovat do takových aktiv, do kterých by drobný investor kvůli nízké investované částce nemohl individuálně investovat.

Správce fondu (v případě podílového fondu je to investiční společnost) pak za svoji činnost strhává drobným investorům různé poplatky. Obvykle se jedná o tři základní poplatky, kterými jsou vstupní poplatek, výstupní poplatek a poplatek za obhospodařování (*tzv. management fee*). V případě fondů peněžního trhu jsou tyto poplatky oproti jiným druhům fondů nízké (obvykle do 1 %) a většinou nejsou uplatňovány všechny uvedené druhy poplatků.

Co se týče výnosnosti investic do fondů peněžního trhu, tak se příliš neliší od výše úrokových sazeb u termínovaných vkladů či spořicíh účtů. Správci fondu musí totiž pro zajištění likvidi-

ty držet část prostředků fondu ve vysoce likvidních aktivech, kterými jsou právě např. spořicí účty, vklady u jiných bank apod.

O likviditě fondů peněžního trhu lze obecně říci, že je velmi vysoká. Platí to zejména pro fondy otevřeného typu, kterých je drtivá většina, a jsou určeny právě pro drobné investory. V případě těchto fondů mohou investoři požadovat po jeho správci odkup každého z držených podílových listů, a to za čistou hodnotu majetku fondu připadající v daný okamžik na jeden podílový list. Likvidita je tedy u tohoto typu investic vysoká. Ve srovnání s přímými investicemi na peněžním trhu může ovšem být o něco nižší, jelikož celý proces odkupu podílových listů je spojen s několika dny. Na druhou stranu existují v současné době i spořicí účty s velmi zajímavou úrokovou sazbou, kde lze uložené prostředky prakticky kdokoliv bez jakéhokoliv poplatku získat, či je k nim dokonce bezplatně vydána platební karta.

Výnos z investic do podílových listů je dán rozdílem jejich nákupní a prodejní ceny, a pokud je daný podílový list držen delší dobu jak 6 měsíců, tak je tento výnos osvobozen od daně z příjmů. Jinak je příjem z prodeje podílového listu zdaňován dle § 10 zákona o daních z příjmů (ostatní příjmy) a jako výdaj na dosažení tohoto příjmu lze uplatnit nákupní cenu podílového listu a ostatní výdaje uvedené v tomto paragrafu. V případě nákupu a prodeje naprosto zastupitelných podílových listů v různých časových okamžicích je uplatňována tzv. metoda FIFO, což znamená, že nejprve jsou prodávány ty podílové listy, které byly nejdříve nakoupeny.

Úroková sazba versus výnos do doby splatnosti

Nejčastějším omylem drobných investorů bývá srovnání historických výkonností fondů peněžního trhu a aktuálních úrokových sazeb u termínovaných vkladů či spořicíh účtů. Zásadní chyba spočívá v tom, že jsou srovnávány výnosnosti nástrojů peněžního trhu za naprosto jiná období, tudíž lze hovořit o jejich nesrovnatelnosti. Pokud by tedy úrokové sazby u termínovaných vkladů či spořicíh účtů měly být s nějakým ukazatelem fondu peněžního trhu srovnány, tak s výnosem do doby splatnosti dluhopisů, které obvykle tvoří portfolia fondů peněžního trhu. Jedná se především o státní pokladniční poukázky či vysoce bonitní státní dluhopisy s krátkou dobou do jejich splatnosti. Jak úrokové sazby u spořicíh či termínovaných účtů, tak výnos do doby splatnosti u dluhopisů musí být samozřejmě ve stejném formátu. Obvykle se jedná o roční formát (p.a.).

Výnos do doby splatnosti u dluhopisu je průměrný roční výnos, který investor (popř. fond) získá, pokud daný dluhopis zakoupí za aktuální cenu a bude jej držet až do data jeho splatnosti. Na tento výnos má vliv především změna úrokových sazeb a taktéž kreditní prémie u dluhopisů. V současné době dochází v České republice v souvislosti s inflačními tlaky k růstu úrokových sazeb, což má samozřejmě vliv na nárůst výnosu do doby splatnosti u dluhopisů. Proto lze v následujícím období očekávat vyšší výkonnost fondů peněžního trhu, než tomu bylo v předchozím období.

Peněžní trh v České republice a v zahraničí

Oblíbenost peněžního trhu mezi drobnými českými investory je dobře známá. Jejich velká část má totiž své prostředky bezpečně uloženy na termínovaných vkladech či spořicíh



účtech. Pokud se již konzervativní drobný český investor rozhodne využít o něco modernější způsob zhodnocení svých peněz a zvolí fondy kolektivního investování, opět většinou vsadí na jistotu a investuje své prostředky do některého z fondů peněžního trhu. Největší podíl majetku v rámci fondů kolektivního investování působících v České republice (bez ohledu na jejich domicil) je ve fondech peněžního trhu. Následují zajištěné fondy a fondy dluhopisové, tedy opět konzervativní možnosti investování.

Tímto se drobní čeští investoři liší od svých zahraničních kolegů, jelikož např. v rámci celoevropského kolektivního investování jsou nejoblíbenější fondy akciové. To stejné platí v případě amerických drobných investorů a tamějších mutual funds.

Nekorunový peněžní trh

Pro drobného českého investora, jehož referenční měnou je česká koruna, by bylo nerozumné investovat do cizoměnových nástrojů peněžního trhu. Měnové riziko, které by v tomto případě podstupoval, by ovlivnilo korunovou výnosnost i rizikovost této investice zásadním způsobem. Prakticky by se jednalo o investici do cizí měny, která se nachází na opačném konci bezpečnostní pyramidy než investice na peněžním trhu. Investice do cizí měny je totiž naopak vysoce rizikovou investicí, a to díky relativně specifickému a velmi volatilnímu vývoji měnových kurzů, které se často řadí mezi další třídu finančních aktiv. Některé korunové fondy peněžního trhu ovšem investují i do nekorunových nástrojů peněžního trhu s tím, že jsou vůči měnovému riziku zajištěny prostřednictvím různých zajišťovacích instrumentů, které finanční trhy nabízejí. Toto zajištění ovšem není v žádném případě zadarmo, což poté negativně působí na výkonnost tohoto fondu.

Shrnutí a podtrženo

Peněžní trh obecně nabízí finanční instrumenty s minimálním rizikem a velmi dobrou likviditou, což je na druhou stranu kompenzováno nízkou výnosností těchto instrumentů. Proto jsou nástroje peněžního trhu vyhledávány konzervativními investory, mezi které patří většina české veřejnosti. Peněžní trh je obecně spojen s investičním horizontem do 1 roku, a to z důvodu velmi nízké volatility jeho nástrojů. Například u kurzů podílových listů fondů peněžního trhu se prakticky nestává, že by zaznamenaly meziroční pokles. V některých případech, pokud např. emitent daného aktiva peněžního trhu, které má fond ve svém portfoliu, přestane být schopen splácet své závazky, může k tomuto poklesu dojít. Ovšem bývá to opravdu velice výjimečně oproti jiným druhům fondů a jedná se spíše o výsledek nějaké naprosto mimořádné situace.

Investoři by tak měli peněžnímu trhu svěřovat pouze ty prostředky, u kterých je pravděpodobné, že je budou v blízké době potřebovat a potřebují si u nich zafixovat vysokou likviditu, nízké riziko a nevadí jim ani nízký výnos. Svěřují-li ovšem peněžnímu trhu i ty prostředky, které by mohli investovat na delší dobu a neuvažují tedy, že by je v blízké budoucnosti potřebovali, zbytečně si přidělávají další náklady, a to tzv. náklady ušlé příležitosti. Pokud by totiž tyto prostředky investovali např. na dluhopisovém nebo akciovém trhu, podstupovali by sice vyšší riziko, ale v delším časovém horizontu by mohly dosáhnout mnohem vyššího zhodnocení než v případě peněžního trhu.

Dluhopisový trh

Oldřich Šoba

Stále velmi konzervativní, přesto však rizikovější než nástroje peněžního trhu jsou dluhopisy (tzv. *bondy*). Neměly by ovšem chybět v žádném diverzifikovaném portfoliu.

Z pohledu české legislativy, konkrétně zákona o dluhopisech, je dluhopis zastupitelný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení dlužné částky a povinnost emitenta toto právo uspokojit. Dluhopisy lze z toho nejjednoduššího hlediska rozdělit na dlouhodobé (nástroje kapitálového trhu) a krátkodobé (nástroje peněžního trhu). Mezi krátkodobé dluhopisy patří typicky pokladniční poukázky, a to především státní pokladniční poukázky. Ovšem tomuto a dalším nástrojům peněžního trhu jsem se věnovali v minulém čísle.

Mezi nástroje dluhopisového trhu se tak typicky řadí dluhopisy s emisní dobou splatnosti nad jeden rok. Takové dluhopisy se označují jako *obligace*, a právě těm se nyní budeme věnovat.

Základní druhy dluhopisů

V současné době se na kapitálových trzích obchodují následující druhy dluhopisů¹: *kupónové, diskontované a strukturované*.

- Nejčastějším druhem je *kupónový dluhopis*, jehož výnos je dán jednak úrokovým výnosem ve formě kupónové platby a jednak rozdílem emisního kurzu (popř. nákupní ceny v průběhu jeho životnosti) a jeho jmenovitou hodnotou vyplacenou v době splatnosti. Zatímco výnos v podobě kupónové platby může být pouze kladný, výnos v podobě rozdílu jmenovité hodnoty dluhopisu a jeho emisního kurzu (nákupní ceny) může být jak kladný, tak záporný či nulový. Výše kupónové platby je dána součinem jmenovité hodnoty dluhopisu a příslušné kupónové sazby. Ta je buď fixní po celou dobu životnosti dluhopisu, což je velmi častý případ, nebo variabilní, kdy je navázána na určitou referenční úrokovou sazbu (např. PRIBOR apod.). Vždy je ovšem známa aktuální výše variabilní kupónové platby vyplácena v nejbližším výplatním období. Kupónové platby v podmínkách ČR jsou nejčastěji vypláceny v ročních intervalech.
- *Diskontovaný dluhopis* je označován jako *tzv. dluhopis s nulovým kupónem*, což znamená, že jediným z něj plynoucím výnosem je kladný rozdíl mezi jeho jmenovitou hodnotou a jeho emisním kurzem (popř. nákupní cenou), *tzv. diskont*. Z tohoto druhu dluhopisu tedy neplynou žádné kupónové platby. Diskontované dluhopisy ovšem nejsou tolik rozšířené jako kupónové dluhopisy. Platí to však pouze pro obligace (dlouhodobé dluhopisy), u krátkodobých dluhopisů, např. u zmíněných státních pokladničních poukázek, se jedná takřka výlučně o diskontované dluhopisy.

¹ Jako další druh lze uvažovat *tzv. věčné dluhopisy* neboli konzoly, u kterých nikdy není splacena jejich nominální hodnota, ale je pouze navždy vyplácen kupón (fixní nebo variabilní). Takové dluhopisy se ovšem v současné době na finančních trzích prakticky nevyskytují. Ve vlastnostech a výpočtech se jim ovšem částečně podobají kupónové dluhopisy s velmi dlouhou dobou do jejich splatnosti (např. 50 let).

- Jako poslední druh dluhopisu zmíníme *tzv. strukturovaný dluhopis*. Jedná se o obecný název, jednotliví autoři používají pro tento druh dluhopisu různá označení. Svoji konstrukcí jde o takový dluhopis, kde výplata z něj plynoucích příjmů je závislá na vývoji různých podkladových aktiv (indexů, cen komodit atd.) a může být dále kombinována s fixně úročeným výnosem apod. Do kategorie strukturovaných dluhopisů jsou z pohledu jejich konstrukce (nikoliv čistě legislativně) řazeny i investiční certifikáty.

Na typických dluhopisových trzích jsou v současné době nejčastěji obchodovány kupónové dluhopisy a diskontované dluhopisy. Proto jim budeme věnovat nejvíce pozornosti.

Emitenti dluhopisů

Mezi významné emitenty dluhopisů patří stát, města, významné soukromé společnosti včetně finančních společností, jako jsou banky. Dle jejich emitenta se pak na trhu setkáváme se státními, komunálními, podnikovými či bankovními dluhopisy. Za zmínku stojí u bankovních dluhopisů *tzv. hypoteční zástavní listy*, což jsou dluhopisy emitované hypotečními bankami za účelem získání finančních zdrojů pro poskytování hypotečních úvěrů.

Kurzovní lístek dluhopisů

V odborných periodikách, a to ať už tištěných nebo internetových, se objevují kurzovní lístky dluhopisů. Mnoho drobných investorů mívá zásadní problém s jejich porozuměním. Především s tím co jednotlivé proměnné uvedené u konkrétního titulu znamenají.

Název	Cena		Výnos do doby splatnosti		Mod. Durace	AUV(Kč)
	Nákup	Prodej	Nákup	Prodej		
ST.DLUHOP. 3.80/09	99,900	100,900	3,990	1,150	0,340	235,39
ST.DLUHOP. 3.25/09	99,300	100,300	3,960	2,950	0,960	-19,86
ST.DLUHOP. 6.40/10	103,200	104,200	3,990	3,280	1,300	357,33
ST.DLUHOP. 2.55/10	97,400	98,400	3,980	3,420	1,820	12,04
ST.DLUHOP. 4.10/11	100,300	101,300	3,960	3,520	2,200	315,47
ST.DLUHOP. 6.55/11	106,700	107,700	4,030	3,680	2,610	54,58
ST.DLUHOP. 3.55/12	98,000	101,000	4,110	3,270	3,590	16,76
ST.DLUHOP. 3.70/13	97,500	100,500	4,310	3,580	4,080	142,86
ST.DLUHOP. 3.80/15	97,000	100,000	4,340	3,800	5,460	215,33
ST.DLUHOP. 6.95/16	115,000	118,000	4,460	4,010	5,520	538,63
ST.DLUHOP. VAR/16	95,500	96,500	4,970	4,820	-	-
ST.DLUHOP. 4.00/17	97,000	100,000	4,430	4,000	6,850	226,67
ST.DLUHOP. 4.60/18	100,000	103,000	4,600	4,220	7,690	98,39
ST.DLUHOP. 3.75/20	90,150	93,150	4,860	4,510	9,940	55,21
ST.DLUHOP. 4.70/22	98,000	101,000	4,900	4,600	9,940	69,19
ST.DLUHOP. 4.20/36	92,000	95,000	4,720	4,520	15,310	-33,83
ST.DLUHOP. 4.85/57	102,000	112,000	4,740	4,260	19,200	-28,29

12.11.2008 23:00:00
Zdroj: ČSOB

Název	Cena		Výnos do doby splatnosti		Mod. Durace	AUV(Kč)
	Nákup	Prodej	Nákup	Prodej		
HZL ČMHB 4,30/09	99,500	101,000	6,340	-0,100	-	317,72
HZL HB 4,15/09	99,800	101,300	4,510	1,150	1,440	217,88
HZL ČMHB 4,95/09	100,400	102,400	4,180	0,910	0,220	180,13
HZL ČMHB VAR/09	101,050	102,400	-	-	-	240,08
HZL HB 4,35/09	100,000	104,700	4,280	-	-	138,96
HZL ČMHB 4,20/10	100,100	102,400	4,100	-	-	327,83
HZL HB 4,25/10	100,200	102,200	4,070	2,450	0,620	299,86
HZL ČMHB 4,45/10	100,800	102,800	3,880	2,520	1,110	205,19
HZL ČMHB 4,40/10	101,600	103,600	3,570	2,550	-	-26,89
HZL HB 4,60/11	102,700	104,700	3,430	2,600	5,980	231,28
HZL HB 4,70/11	103,200	105,200	3,470	2,730	2,260	84,86
HZL HB 4,65/12	104,050	-	3,340	-	-	288,04
HZL ČMHB VAR/15	106,100	102,800	-	-	-	10,73

16.11.2008 23:00:00
Zdroj: ČSOB

1) Označení dluhopisu

Z označení dluhopisu je obvykle na první pohled jasné, kdo je jeho emitentem a o jaký typ dluhopisu se jedná. Pokud je v označení dluhopisu uvedeno např. ČEZ 5,25/10, jedná se o podnikový dluhopis, jehož emitentem je společnost ČEZ. Dále se jedná o kupónový dluhopis s fixní kupónovou sazbou 5,25 % p.a. a rokem splatnosti 2010. Pokud by se jednalo o variabilně úročený kupónový dluhopis, bylo by místo kupónové sazby (5,25) uvedeno VAR, v případě strukturovaného dluhopisu KOMB a v případě diskontovaného dluhopisu 0,00 (dluhopis s nulovým kupónem). U hypotečního zástavního listu bývá kromě označení emitenta (hypoteční banky) uvedena i zkratka HZL.

2) Kurz dluhopisu

Kurz dluhopisu není udáván v peněžních jednotkách, ale jako procento jeho jmenovité hodnoty a je výsledkem nabídky a poptávky po daném titulu. Jedná se tedy o jeho tržní cenu. V případě kupónových dluhopisů může být jeho hodnota jak pod úrovní, tak nad úrovní 100 %, záleží především na výši kupónové sazby. V případě diskontovaného dluhopisu je kurz logicky vždy nižší než 100 %. Žádný rozumný investor by za dluhopis před jeho splatností nedal více než 100 % jmenovité hodnoty, když v jeho splatnosti obdrží právě 100 % jmenovité hodnoty (nejsou uvažovány daňové efekty) a žádný jiný peněžní příjem z něj neplyne. Kurz dluhopisu se udává jednak pro jeho nákup a jednak pro prodej. Nákupní kurz je vždy nižší než prodejní, jelikož tyto dva kurzy jsou vždy vypisovány z pohledu daného obchodníka nikoliv z pohledu investora.

3) Alikvótní úrokový výnos (AÚV)

Při nákupu dluhopisu je jeho kurz pouze jedna složka ceny, kterou musí investor vynaložit. To platí v případě dluhopisu vyplácejícího nenulovou kupónovou platbu. Pokud investor kupuje dluhopis v období mezi výplatou jednotlivých kupónových plateb, což je v naprosté většině případů, musí zaplatit i tzv. *aliquótní úrokový výnos* (AÚV), kdy je nenulový. AÚV představuje část aktuální kupónové platby, která patří původnímu majiteli dluhopisu. S AÚV se lze setkat u kupónového dluhopisu a v některých případech i u strukturovaného dluhopisu. Platí to i v případě variabilních kupónových plateb, jelikož aktuální výše kupónové platby je

známá. S AÚV se ovšem nesetkáme u diskontovaných dluhopisů, není zde totiž kuponová platba. V určitých případech je AÚV nepatrně záporný, a to těsně před datem výplaty dané kuponové platby, kdy je již rozhodnuto, kdo ji obdrží, ale ještě nebyla vyplacena.

Celková cena dluhopisu je tedy dána součtem jeho kurzu a AÚV, pokud je AÚV stanoven, jinak pouze kurzem. V případě, že je AÚV záporný, je celková cena dluhopisu nižší než jeho kurz.

4) Výnos do doby splatnosti (VDS)

Výnos do doby splatnosti dluhopisu (*anglicky: yield to maturity - YTM*) hodnotí jeho celkovou výnosnost, pokud bude investorem zakoupen za emisní kurz (popř. aktuální nákupní kurz) a bude držen až do data splatnosti. Jedná se tedy o celkovou výnosnost, která může být dána kupónovou platbou a rozdílem mezi emisním kurzem (aktuálním nákupním kurzem) a jmenovitou hodnotou dluhopisu. V případě diskontovaného dluhopisu pouze druhou možností. Výnos do doby splatnosti je v kurzovních lístcích uváděn u fixně úročených kupónových dluhopisů nebo u diskontovaných dluhopisů, kde jsou veškeré budoucí peněžní toky z nich plynoucí dopředu známé. Výnos do doby splatnosti u dluhopisu musí odrážet i aktuální výši úrokových sazeb na daném finančním trhu. Pokud se změní úrokové sazby, bude to působit i na změnu YTM, a to především změnou kupónové platby u variabilně úročených dluhopisů, nebo změnou kurzu u fixně úročených dluhopisů a diskontovaných dluhopisů. Výnos do doby splatnosti je u dluhopisu v kurzovním lístku obvykle uváděn u kurzu nákup i u kurzu prodej.

Příklad 1

Uvažujme, že máme fixně úročený kupónový dluhopis se splatností několik let, který má kupónovou sazbu 6 % p.a. Tržní úroková sazba na daném finančním trhu se pohybuje kolem 4 % p.a. Jelikož se jedná se o málo rizikový státní dluhopis, je pro investory velmi lukrativní. Budou tedy za tento dluhopis ochotni dobře zaplatit, a to i více než 100 % jeho jmenovité hodnoty. Tím se ovšem začnou připravovat o část svého výnosu, jelikož nyní zaplatí např. 110 % a ve splatnosti obdrží pouze 100 %. YTM dluhopisu tedy bude nižší, než je jeho kupónová sazba 6 % p.a. a bude se přibližovat tržní úrokové sazbě 4 % p.a., protože zde není takřka žádné riziko nesplacení tohoto dluhopisu. Avšak více než 110 % za něj investoři nezaplatí, jelikož by jeho YTM klesl pod 4 % p.a., což už by pro ně, vzhledem k aktuální tržní úrokové sazbě, nebylo zajímavé. Pokud by bylo riziko jeho nesplacení vyšší (nejednalo by se o státní dluhopis), nabídli by investoři za tento dluhopis např. pouze 105 %. Tím by se jeho výnos do doby splatnosti dostal na úroveň např. 5 % p.a. a rozdíl jednoho procentního bodu oproti tržní úrokové sazbě by jim zvýšené riziko kompenzoval.

Pokud by úročení tohoto dluhopisu nebylo 6 % p.a., ale pouze 2 % p.a., YTM u dluhopisu by se současným podmínkám na finančním trhu přizpůsobil naopak prostřednictvím poklesu jeho kurzu pod 100 % jmenovité hodnoty (např. na 90 %).

Z výše uvedeného vyplývá, že nezáleží na výši fixního kupónu (platí, i když je nulový), jelikož YTM dluhopisu je aktuálním podmínkám na finančním trhu přizpůsoben prostřednictvím kurzu, tj. na základě nabídky a poptávky. Nemůže být přizpůsoben prostřednictvím výše



kupónu, jelikož ta je fixní. U variabilně úročeného dluhopisu se aktuálními podmínkami přizpůsobuje především kupón a v mnohem menší míře jeho kurz. YTM dluhopisu je tedy v konečném důsledku opravdu determinován rizikovostí emitenta a dobou do splatnosti dluhopisu, která ovlivňuje jak jeho rizikovost, tak výpočet YTM.

A teď si uvedeme příklad na YTM dluhopisu v případě změny tržní úrokové sazby.

Příklad 2

Máme opět fixně úročený dluhopis s kupónovou sazbou 5 % p.a. nabízený za kurz 105 %, což znamená, že YTM bude menší než 5 % p.a. Po zohlednění doby do splatnosti bude ve výši např. 4 % p.a., což bude zhruba odpovídat aktuální tržní úrokové sazbě, je zde totiž minimální riziko nesplacení dluhopisu. Nyní dojde v ekonomice k růstu úrokových sazeb ze 4 % na 5 % p.a. Investoři tedy budou moci získat na finančním trhu o něco výnosnější aktiva, než je tento dluhopis s YTM 4 % p.a. U variabilně úročeného dluhopisu by se velmi jednoduše přizpůsobilo jeho úročení, které by bylo navázáno na některou z tržních úrokových sazeb, ale co se stane u fixně úročeného dluhopisu? Tento dluhopis se 4% YTM nebude pro investory tolik lukrativní a tak se jej budou zbavovat, resp. nebudou mít o něj zájem. V důsledku toho se sníží jeho tržní cena – kurz, a to např. na 100 %, čímž se zvýší jeho YTM ze 4 % p.a. na 5 % p.a. a dluhopis bude opět na finančním trhu svojí výnosností konkurenceschopný. V případě poklesu úrokových sazeb by tomu bylo zrcadlově naopak.

I zde se potvrdilo, že při změně tržních podmínek se YTM u fixně úročeného dluhopisu (včetně nulového úročení) může aktuálními podmínkami přizpůsobit pouze prostřednictvím kurzu, jelikož kupón je zafixován. Na rozdíl od variabilně úročeného dluhopisu, kde se YTM přizpůsobí především úročením a mnohem méně kurzem. Z toho tedy plyne, že kurzy fixně úročených dluhopisů jsou mnohem kolísavější než kurzy variabilně úročených dluhopisů.

Před investicí do dluhopisové aktiva je nejčastější chybou drobného investora sledování historické výnosnosti tohoto aktiva či dokonce sledování pouze výše kupónové sazby. To je ovšem zásadní chyba. Investor se musí snažit odhadnout budoucí výnosnost té investice. A v případě dluhopisových aktiv se k tomu přímo nabízí právě ukazatel YTM.

5) Durace

Durace hodnotí citlivost kurzu obligace na změnu úrokových sazeb, resp. výnosu do doby splatnosti obligace. Čím vyšší je tato hodnota, tím vyšší je citlivost kurzu. Hodnota durace je přímo úměrná době do splatnosti obligace a dále nepřímou úměrnou výši jednotlivých plateb v průběhu životnosti obligace. Z uvedeného tedy plyne, že obligace s nižším kupónem má za jinak stejných podmínek vyšší duraci a tím i vyšší citlivost kurzu na změnu úrokových sazeb než obligace s vyšším kupónem. Nejvyšší duraci tak mají diskontované dluhopisy, které mají nulové kupóny. U nich se durace vždy rovná době do jejich splatnosti, vyšší hodnoty durace nemůže žádný dluhopis dosáhnout.

Rizika dluhopisového trhu

Nástroje dluhopisového trhu (dluhopisy či dluhopisové fondy) jsou obecně více rizikové než nástroje peněžního trhu a méně rizikové než akcie. Oproti nástrojům peněžního trhu mají



delší dobu do splatnosti, což znamená vyšší riziko, na rozdíl od akcií mají dopředu zaručený výnos. Z tohoto důvodu končí velmi málo dluhopisových investic v červených číslech, což je na druhou stranu vykoupeno mnohem nižším potencionálním výnosem než u akcií. Díky své poměrně nízké rizikovosti jsou nástroje dluhopisového trhu velice efektivním způsobem při diverzifikaci portfolia z důvodu snižování jeho celkové rizikovosti. Ovšem není dluhopis jako dluhopis. Např. v případě dluhopisů rozvíjejících trhů se jejich rizikovost může přibližovat akciovému trhu, či např. v případě tzv. *prašivých obligací* (junk bonds) může být ještě vyšší. Prašivé obligace emitují obecně firmy s velmi rizikovou platební schopností.

Problematika zdanění

Pokud drobný investor realizuje nepřímé investice na dluhopisovém trhu, a to především uvedené investice do dluhopisových fondů, je příjem z obchodování od daně z příjmů osvobozen, pokud je splněn šestměsíční test držby. Pokud ovšem investor prodá podílové listy dluhopisového fondu dříve jak za šest měsíců, je povinen tento příjem zdanit jako ostatní příjem v rámci svého daňového přiznání. Tento příjem si může snížit o nákupní cenu podílových listů a o další výdaje drobnější povahy stanovené zákonem o daních z příjmů.

To stejné platí i v případě investičních certifikátů, když by jejich podkladovými aktivy byly dluhopisové indexy či jednotlivé nástroje dluhopisového trhu. V případě přímého nákupu dluhopisových titulů je úrokový příjem (včetně kladného rozdílu mezi jmenovitou hodnotou dluhopisu a emisní kurzem) zdaněn u drobného investora srážkovou daní, čímž je zdanění tohoto příjmu vypořádáno. V případě příjmu z obchodování s tímto titulem postupuje drobný investor stejným způsobem jako u zmíněných podílových listů.

Další informace v rozhovoru

V článku již bylo naznačeno, jaké má investor možnosti, pokud chce investovat na dluhopisovém trhu. Jedná se jak o přímý nákup dluhopisových titulů, tak o investice do dluhopisových fondů. Která z těchto alternativ je pro drobného investora vhodnější, jaká rizika jsou spojena s dluhopisovým trhem a spoustu dalších zajímavých informací najdete v následujícím rozhovoru. Na otázky Osobních financí odpovídal Petr Kolbušovský, Portfolio Manager Raiffeisen Bank.

1) Jak velké jsou možnosti pro drobného investora na dluhopisovém trhu, pokud se nejedná o nepřímé investice prostřednictvím dluhopisových fondů, ale o přímé investice prostřednictvím nákupu konkrétních dluhopisových titulů?

Záleží na tom, co ještě považujeme za drobného investora. Investor, který chce investovat desítky tisíc, může jen výjimečně dělat něco jiného, než investovat prostřednictvím dluhopisového fondu. S přibývajícím objemem prostředků určených k investování rostou také možnosti. Desetitisícové částky lze ovšem smysluplně investovat do konkrétních dluhopisových titulů jen výjimečně. Státisícové částky již určité možnosti skýtají. V bankách se dají v těchto objemech celkem běžně koupit (i prodat) hypoteční zástavní listy. Pokud má klient s nějakým obchodníkem komisionářskou smlouvu, je občas možné se dohodnout o nákupu státního nebo korporátního dluhopisu. Obchodník papíry většinou prodává z vlastní knihy, nebo je pro klienta nakoupí v primární aukci. Poměrně vhodné jsou v tomto případě takzvané euro-



bondy. Způsob, kterým se obchodují, umožňuje obchodníkovi koupit pro klienta i malé množství s malými náklady. Člověka, který disponuje miliony, nebude pro účely tohoto článku považovat za drobného investora, přestože na skutečné obchodování s dluhopisy nejsou ani miliony nic moc. Na „skutečném“ trhu se dělají obchody s minimálně 10 milionovými objemy.

Většinu drobných investorů bych ovšem doporučil investovat prostřednictvím fondů. Nejde ani tak o omezený výběr a vysoké transakční náklady spojené s malým objemem. Pro investice do dluhopisů je potřeba mít určité základní znalosti. Pokud ale někdo tyto znalosti má a má představu o svém investičním horizontu, pak nevidím důvod, proč by si neměl koupit třeba hypotéční zástavní list. Představa, že bude aktivně obchodovat na dluhopisovém trhu je ovšem nereálná.

2) Co soudíte o investicích do cizoměnových nástrojů dluhopisového trhu z pohledu drobného českého investora, jehož referenční měnou je CZK? Doporučoval či nedoporučoval byste tyto investice a z jakého důvodu?

Zanášet do dluhopisové investice měnové riziko bych rozhodně nedoporučoval. Většina investorů chápe dluhopisy jako bezpečnou investici s omezeným potenciálem výnosů. Pokud drží dluhopis až do splatnosti, pak dokonce s dopředu spočitatelným výnosem. Pohyby měnových kurzů jsou v porovnání s výnosem dluhopisu příliš velké a celý obchod okamžitě posunou do kategorie nevypočitatelné spekulace. V posledních letech byla většina investic do cizoměnových dluhopisů (měřeno v české koruně) spíš ztrátovou záležitostí.

3) O investicích na dluhopisovém trhu se obecně hovoří ve spojení s konzervativním investorem. Mají ovšem dluhopisy své místo i v portfoliu částečně agresivního investora? A z jakého důvodu?

Někdo se mnou možná nebude souhlasit, ale domnívám se, že dluhopisy by neměly chybět v portfoliu žádného většího investora. Ani subjekt, který má velmi dlouhý investiční horizont nikdy neví, zda nebude nečekaně potřebovat peníze v době poklesu na akciovém trhu. Dluhopisy také výrazně stabilizují portfolio tím, že jejich ceny se často vyvíjejí v protitaktu s cenami akcií.

4) Které faktory a jakým způsobem nejvíce ovlivňují cenu dluhopisů?

Ceny na dluhopisovém trhu nejvíce ovlivňuje nastavení úrokových sazeb. Jednotlivé dluhopisy ovšem reagují na změny úrokových sazeb různě citlivě (záleží na době do splatnosti, velikosti kuponu a na dalších parametrech). Cenu konkrétního dluhopisu může také zcela zásadně ovlivnit změna názoru investorů na finanční zdraví emitenta (jeho schopnost dluhopis splatit).

5) O dluhopisech se obecně říká, že to jsou finanční aktiva s relativně nízkou rizikovostí, oproti např. akciím. Určitá rizikovost je ovšem spojena i s dluhopisy. Jakými faktory je rizikovost u dluhopisů nejvíce ovlivňována?



Rizikovitost dluhopisů má více rovin. Nejhorší, co se investorovi může stát je, že emitent nedodrží své závazky. Toto, takzvané kreditní riziko, lze minimalizovat výběrem emitenta. Cena dluhopisu se v čase mění. Při nákupu zpravidla známe výnos do splatnosti, nevíme ale, kolik na dluhopisu vyděláme/proděláme, pokud jej prodáme před jeho splatností. Změna ceny dluhopisu je velmi často způsobena změnou úrokových sazeb. Nakonec, i pokud dluhopis držíme až do splatnosti (např. 5 let), můžeme zjistit, že výnos, který jsme při nákupu přesně znali (a připadal nám atraktivní), není, z pohledu toho jak se následně vyvíjely úroky na jiných aktivech, vlastně nic moc. Dalším rizikem může být likvidita. Různé, především menší emise se časem přestanou aktivně obchodovat. Pokud je chci předčasně prodat, těžce hledám kupce a musím se spokojit s nízkou cenou.

6) Co soudíte o relativně nových typech dluhopisů, které bývají spojeny s větší rizikovostí než tradiční dluhopisy, z pohledu jejich vhodnosti a dostupnosti pro drobné investory? Jedná se např. o akciové dluhopisy (jedna z forem strukturovaných dluhopisů) apod.

Akciové dluhopisy jsou deriváty, v jejichž konstrukci může být zabudováno značné riziko. Jedná se většinou o spekulaci na růst/pokles nějakého indexu, akcie či jiného aktiva. Nic proti nim nemám, ale myslím si, že se jedná v podstatě o úplně jiný typ investice, než je investice do dluhopisu.

7) Jak vidíte vývoj dluhopisového trhu v nadcházejícím období? Máte nějaký osobní tip, kam by investice měly směřovat, či kam by naopak směřovat neměly?

Jde o to, v jakém časovém horizontu uvažuji. České dluhopisy v posledních dnech rostly a je možné čekat mírnou korekci. V horizontu řekněme půl roku vidím prostor pro jejich další posílení. Je třeba si navíc uvědomit, že i kdyby se ceny neměnily, investor vydělává také na nabíhajícím kuponu. V současné nejisté situaci a kreditním problémům na zahraničních trzích bych preferoval dluhopisy renomovaných emitentů s vysokým ratingem, případně státní dluhopisy. To i za cenu o něco nižšího výnosu do splatnosti.

Akciový trh

Roman Ptáček

Dlouhý investiční horizont, vysoké výnosy a s tím související vysoké riziko. To jsou charakteristiky akciového trhu. Jaké jsou možnosti v oblasti investic na akciovém trhu a na co je dobré dát si pozor?

Mezi základní třídy aktiv obchodovaných na finančních trzích bývají zpravidla zařazovány nástroje peněžního trhu, dluhopisy a akcie. Právě akcie jsou z této trojice nejvíce rizikové, ale také se od nich může očekávat vyšší výnosnost.

V porovnání s vyspělými státy – přeci jenom je Česká republika stále zařazována mezi tzv. *emerging markets*, tj. rozvíjející se trhy – jsou české domácnosti velmi konzervativní. Když už se rozhodnou pro investování na finančních trzích, jen málokterá „vstoupí“ na akciový trh.

Akcie můžeme označit za nejznámější cenné papíry, se kterými se na kapitálových trzích obchoduje. Jsou to skutečně dlouhodobé cenné papíry, protože nemívají určenou dobu splatnosti, ledaže by akciová společnost byla založena na dobu určitou (typicky u investičního fondu).

Základní akciová práva

Akcie vyjadřují účast na akciové společnosti. Akcionář je spolumajitelem společnosti a má určitá základní práva. Právo podílet se na řízení společnosti je realizováno účastí na valné hromadě, právo podílet se na zisku společnosti inkasem dividend (pokud je valná hromada schválí) a právo podílet se na likvidačním zůstatku v případě likvidace společnosti. Narozdíl od majitele dluhopisu se akcionář nestává věřitelem emitenta.

Dlouhodobost akciových investic

Mnoho empirických studií už dokázalo, že v opravdu dlouhodobém horizontu (minimálně 5 let, spíše ovšem deset a víc let) jsou akcie výnosnější než dluhopisy (nemluvě o nástrojích peněžního trhu). Hodnota akcií roste v čase nejrychleji, ale také v čase nejvíce kolísá. Důsledkem této kolísavosti je možný krátkodobý pokles hodnoty akcií, a to i významného charakteru. Investor tak může na akciích v krátkém investičním horizontu nemálo prodělat. Proto se pro investice do akcií doporučuje minimální délka investičního horizontu 5 let, lepší je ovšem delší horizont.

Dále je doporučováno, aby nenakupoval akcie ten, kdo neunese případnou ztrátu. Pokud se píše, že akcie jsou dlouhodobě výnosnější, neznamená to ovšem, že každá akcie bude výnosnější. Dostáváme se tak k otázce, jaké akcie máme pro svou investici vybrat. Nelze doporučit jednotný postup či jednotnou investiční strategii. Každá akciová investice je svým způsobem hodnocena individuálně s určitou dávkou subjektivity. Stanovovat doporučení pro investice do konkrétních akciových titulů nemívají v oblibě ani analytici akciových trhů, a to právě z důvodu velkého počtu faktorů ovlivňujících akciové kurzy (resp. kurzy akciových investic), které jsou mnohdy subjektivní povahy.

A proč je vlastně akcie více riziková než např. obligace? Akcie nezaručuje svému majiteli pravidelný příjem, protože výplata dividend musí být schválena na valné hromadě. Nezaručuje ani splacení hodnoty někdy v budoucnu. Hodnota akciové společnosti a tím pádem i jejich akcií je ovlivňována velkým počtem faktorů, které působí globálně v celé ekonomice, nebo jen v odvětví či jen přímo na konkrétní podnik. Cenu akcií může výrazným způsobem ovlivnit jediná zpráva, která ovlivní úsudek stávajících i potenciálních akcionářů o další budoucnosti společnosti.

Možnosti akciových investic

Investor má několik možností, jak obchodovat s akciemi. Jedná se o přímé investice prostřednictvím nákup konkrétních akciových titulů (v ČR i zahraničí), nebo o nepřímé investice prostřednictvím akciových fondů nebo investičních certifikátů, kde podkladovým aktivem je akcie, koš akcií či akciový index.

A) Přímé investice

Nejprve se zaměříme na možnosti, které má drobný investor, pokud chce přímo nakupovat jednotlivé akciové tituly, a to jak na domácím, tak na zahraničním akciovém trhu. V České republice existují dva organizované trhy cenných papírů, konkrétně (dříve mimoburzovní a nyní už jako druhá burza) RM-Systém a Burza cenných papírů Praha.

RM-Systém

V RM-Systému (RM-S) může drobný investor obchodovat i bez obchodníka s cennými papíry. Musí se ovšem nejdříve zaregistrovat na některém z obchodních míst RM-S, kterých je v ČR několik desítek. Zároveň musí mít účet ve Středisku cenných papírů. Ten lze založit i prostřednictvím RM-S. Registrace a zřízení účtu jsou spojeny s poplatkem. Při registraci je každému zákazníkovi přiděleno registrační číslo, které pak používá pro všechny služby RM-S. Registrace trvá jen několik minut a ihned po ní je možné uskutečnit obchod. Pro nákupy akcií je nutné mít i tzv. Jumbo účet u ČSOB. Jedná se o speciální peněžní účet mimoburzovního trhu RM-S, který je vedený u ČSOB a slouží pro vypořádávání obchodů.

Příkazy pro nákup a prodej cenných papírů obchodovaných na RM-S lze zadávat jednak osobně přímo na jednotlivých obchodních místech či prostřednictvím vzdáleného přístupu. Většina investorů samozřejmě upřednostňuje vzdálený přístup prostřednictvím internetu, a to jako „webový“, nebo jako „internetový“ zákazník. Webový zákazník využívá služby Wobchod, kde prostřednictvím webových stránek v kombinaci s mobilním telefonem zadává zdarma obchodní pokyny. Internetový zákazník obchoduje prostřednictvím nainstalovaného programu, který je zabezpečen elektronickým certifikátem, který je nutno po zaplacení příslušného poplatku šesti měsících obnovovat. Poplatky, které si RM-Systém účtuje za provedené obchody, začínají na 0,29 % z objemu obchodu.

Burza cenných papírů Praha

Pokud se investor rozhodne obchodovat na Burze cenných papírů Praha (BCPP), musí využít služeb některého z obchodníků s cennými papíry. Nemůže tedy podávat pokyny přímo do obchodního systému jako u RM-S. BCPP totiž funguje na členském principu, takže přímý

vstup na ni mají jen její členové, kterými jsou obchodníci s cennými papíry a pouze jejich prostřednictvím může každý jednotlivec na BCPP obchodovat.

Obchodníkem s cennými papíry (OCP) však není každý, kdo s nimi obchoduje. OCP nabízí investiční služby, mezi které patří i provádění obchodů na účet klienta. Musí k tomu disponovat licenci, kterou nyní vydává Česká národní banka (dříve ji vydává Komise pro cenné papíry).

Než služeb OCP využijeme, je nutné s ním uzavřít komisionářskou smlouvu, na základě které bude OCP svým jménem uzavírat obchody na účet klienta. Zákon ukládá OCP, aby si od svých zákazníků vyžádal informace o jejich hospodářské situaci, zkušenostech v oblasti investování a cílech, kterých chtějí dosáhnout. Tento požadavek je v praxi naplněn investičním dotazníkem spojeným s pohovorem, kdy OCP informuje zákazníka o podstatných skutečnostech souvisejících s investicí, zejména o rizicích.

Jakou podobu bude mít spolupráce investora s OCP závisí pouze na jejich dohodě. Nejpohodlnější, nejrychlejší a také nejlevnější je podávání příkazů elektronicky prostřednictvím internetu.

Zahraniční trhy

Při obchodování na zahraničních akciových trzích je situace obdobná. Na burzách cenných papírů se fyzická osoba nemůže sama přímo účastnit obchodování a sama vstupovat do obchodního systému, ale musí využít služeb OCP nebo obdobného zprostředkovatele.

Může to být přímo tamní OCP, nebo český OCP, který má oprávnění účastnit se burzovních obchodů, případně spolupracuje s tamním OCP. Při investicích na zahraničních trzích musí investor počítat s měnovým rizikem, které je významným rizikovým faktorem především v krátkém období. Při investicích na zahraničních trzích zajišťuje konvertování CZK do příslušné zahraniční měny, ve které je realizován obchod, a naopak OCP. Obchodování na zahraničních akciových trzích doporučováno jen zkušeným investorům. V poslední době se toto obchodování stává stále více cenově dostupné. Poplatky za provedené obchody začínají na úrovni 10 € nebo 10 \$ za jeden obchod.

B) Nepřímé investice

Dalším způsobem, jak drobný investor může využít akciového trhu pro zhodnocení svých prostředků, jsou nepřímé investice prostřednictvím akciových fondů nebo investičních certifikátů s akciovým podkladovým aktivem.

Akciové fondy

Portfolio těchto fondů je tvořeno převážně akciemi, je sestavováno podle nejrůznějších strategií. V těchto případech je nutné si prostudovat statut fondu pro zjištění, do kterého odvětví či regionu fond investuje. I přes označení „akciový“, mohou být v portfoliu takového fondu částečně zastoupeny i dluhopisy či nástroje peněžního, a to především u fondů otevřeného typu. V případě kolektivního investování prostřednictvím fondů ovšem ztrácíme možnost ovlivňovat konkrétní složení portfolia a navíc musíme počítat i s poplatky pro investiční společnost, která fond obhospodařuje. U akciových fondů jsou z důvodu aktivní správy portfolia,

ve srovnání např. s dluhopisovými fondy nebo fondy peněžního trhu, poplatky obecně nejvyšší.

Investiční certifikáty

V poslední době se častěji využívá i investičních certifikátů, u kterých je podkladovým aktivem jednotlivá akcie, koš akci nebo akciový index. Podrobným odlišnostem a výhodám či nevýhodám certifikátů vůči kolektivnímu investování byly věnovány články v minulých číslech Osobních financí. Princip investičních certifikátů je pro drobného investora velice podobný jako v případě fondů kolektivního investování.

Zásady akciových investic

V tisku se neustále v různých podobách objevují rady drobným investorům, které by jim měly pomoci vyvarovat se případným velkým problémům. Jedná se především o následující zásady:

A) Diverzifikace

Každý zná radu, nesázet vše na jednu kartu. Pokud nám to prostředky dovolí, je vhodné využít diverzifikace. V případě akciových fondů je určité diverzifikaci již dosaženo, ovšem v některých případech, pokud se jedná např. o oborové akciové fondy, může být diverzifikace částečně omezena. V případě přímých investic do akciových titulů je kvalitní diverzifikace obvykle dosaženo s nutností vyšších částech většího úsilí a znalostí. Z pohledu diverzifikace tak lze drobným investorů doporučit spíše akciové fondy nebo investiční certifikáty s akciovým indexem jako podkladovým aktivem.

B) Přikupování akcií a pravidelné investování

Není třeba při každém poklesu akcií propadat panice. I když ceny akcií klesnou pod nákupní cenu, lze tohoto poklesu využít a nakoupit další akcie velmi levně. Důležitým efektem je v tomto případě zprůměrování pořizovací ceny akcií. Tento postup umožní investorům vydělat, resp. neprodělat tolik, jako v případě jednorázového nákupu v nevhodný čas a používá se vlastně i u pravidelného investování, kdy je stanovena částka, za kterou se zvolený cenný papír v pravidelných intervalech nakupuje. Když cena cenného papíru vzroste, je nakoupen menší počet kusů, když cena klesne, tak větší počet kusů. Pravidelné investice tak řeší problém načasování, což platí obzvláště u akciových investic.

C) Nespoléhat se příliš na minulost

Skutečnost, že se kurz akciové titulu (nebo podílové listu akciového fondu či akciového investičního certifikátu) vyvíjel v minulosti určitým směrem a tempem neznamená, že stejně tomu bude i nadále. Díky ignorování této zásady prodělal již velký počet drobných investorů nemalé částky.

D) Zbavit se nevydařených investic

Investoři mají často tendenci úspěšné akciové investice prodat a špatné si ponechat v naději, že jejich čas teprve přijde. Čekáním na takovýto obrat se propásne příležitost k prodeji a ztráta jen narůstá. Je proto si dát hned na začátku jasný cíl a když se ho nepodaří naplnit, akciových investic se zbavit.

Rozhovor s Pavlem Fohlerem ze SFM Group, s.r.o.

1) Doporučil byste mi jako drobnému investorovi spíše přímé investice na akciovém trhu, nebo nepřímé investice prostřednictvím akciových fondů či např. indexových certifikátů s akciovým indexem jako podkladovým aktivem? Jaké jsou základní výhody a nevýhody těchto alternativ?

Osobně bych drobným a začínajícím investorům doporučil nástroje kolektivního investování (podílové fondy), které poskytují klientům širokou diversifikaci (rozložení) aktiv již při minimálních investicích (řádově tisícikoruny) a komfort profesionální správy. Zároveň klientům šetří čas (analýzy, sledování trhů), ale také náklady spojené s přímým investováním do cenných papírů. Naopak výhodou přímých investic do akcií může být bezesporu možnost rychleji reagovat na měnící se tržní situace (nákup či prodej) nebo přímo osobně ovlivňovat svou investiční strategii.

2) S jakou minimální částkou má smysl obchodovat na akciovém trhu, a to ať už přímým či nepřímým způsobem?

Prudký rozvoj investičního prostředí v České republice v posledních letech přinesl domácím investorům nespornou výhodu ve zjednodušeném přístupu na finanční trhy. Dnes platí, že investovat může opravdu každý s minimem vlastních prostředků. Ideálním startem pro investora bez větších zkušeností jsou např. produkty pravidelného investování do podílových fondů, které umožňují investice již od 500 Kč měsíčně a přinesou klientovi potřebnou diversifikaci vložených prostředků a profesionální správu. Všeobecně platí, že investice na akciových trzích jsou nejefektivnější cestou dlouhodobého zhodnocení peněžních prostředků bez ohledu na velikost investice a měly by být součástí každého rodinného rozpočtu. Dnešní nabídka investičních nástrojů tento přístup podporuje.

3) S jakými poplatky musím počítat, pokud chci investovat na akciovém trhu formou přímých investic do jednotlivých akciových titulů? A jak je tomu obecně při nepřímých investicích?

U přímých investic na akciových trzích je dobré si prohlédnout ceník obchodníka s cennými papíry a seznámit se s jeho poplatkovou strukturou. Standardně si obchodníci strhávají poplatky za zprostředkování obchodu. Obecně platí, že s menšími částkami a větší četností obchodů roste nákladovost investice.

U podílových fondů zaplatíte vstupní poplatek, který bude odečten z investované částky. Veškeré ostatní náklady na správu podílového fondu (např. poplatek za správu, za depozitáře) naleznete v Prospektu fondu, který je veřejně dostupným dokumentem a měl by se s ním každý klient, před tím než zainvestuje, seznámit. U podílových fondů platí, že veškeré náklady, které jsou hrazeny z majetku klientů, jsou započítány do zveřejňované ceny. Znamená to tedy, že výkonnosti, které sledujete, jsou již očištěné od veškerých nákladů.

Certifikáty, které mohou být další alternativou pro drobného investora, mají různou poplatkovou strukturu. Standardním poplatkem je klasický spread, tedy rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou. Obecně platí, že čím je daný certifikát exotičtější nebo má zajímavější strukturu,

tím je spread vyšší. Vysoká konkurence a možnost srovnání tlačí spready dolů. I z hlediska nákladovosti je pro nezkušeného drobného investora podílový fond ideální vstupní branou do světa investic.

4) Pokud chci obchodovat na akciových trzích jako drobný investor přes obchodníka s cennými papíry, je jeho volba důležitá? V jakých oblastech mohou být nejdůležitější rozdíly a na co je nutno si při této volbě nutno dávat pozor?

Pro drobného investora bude samozřejmě nejdůležitější srovnání poplatkové struktury jednotlivých obchodníků. Je ovšem důležité také rozlišit, co za své peníze u obchodníků dostanete. Rozhodně se vyplatí zaměřit se na přehlednost poplatkové struktury (možnost existence skrytých poplatků), rozsah poskytovaných služeb (přístup k analýzám, posunování stop-lossů, hlídání obchodů atd.), spektrum investičních možností (komodity, deriváty, certifikáty, atd.) a v neposlední řadě na bezpečnost vlastní obchodní aplikace. Vřele doporučuji využít demo účtů, které řada obchodníků nabízí.

5) Jaký je Váš názor na měnové riziko v případě cizoměnových akciových investic?

V první řadě si musíme uvědomit, že měnové riziko může být jak negativní (posilování CZK proti zahraničním měnám), tak i pozitivní (oslabení CZK vůči zahraničním měnám). Bohužel je dnes třeba počítat spíše s negativním vlivem měnového rizika na výkonnost naší investice. To ovšem neznamená, že bychom se měli cizoměnovým investicím vyhýbat obloukem. Přináší nám celou řadu výhod především v podobě daleko širší palety zajímavých investičních příležitostí a do portfolia bezesporu patří.

Při výběru vhodného investičního nástroje hraje jednu z nejdůležitějších rolí investiční horizont, který nám může pomoci vyhnout se problémům s měnovým rizikem. U krátkodobých investic (1 až 2 roky) do konzervativních investičních nástrojů je dobré držet prostředky v domácí měně. Výnos v cizí měně bohužel nepokryje tempo posilování CZK vůči zahraničním měnám.

U dlouhodobějších investic už můžeme využít kombinace domácích i cizoměnových agresivnějších nástrojů, které mohou naše portfolio obohatit o velmi zajímavé investiční příležitosti s vysokým potenciálem výkonnosti (např. oblast emerging markets). Na dlouhém investičním horizontu (5 a více let) mají akciové investice v cizích měnách potenciál překonat tempo posilování CZK a přinést investorům požadovaný výnos.

6) Co soudíte o nákupu akciových titulů na úvěr, kdy je přítomen pákový efekt? Jakému investorovi byste tyto investice doporučil, a kterého naopak od nich zrazoval?

Využívání pákového efektu je vyšší škola investování a rozhodně lze doporučit pouze zkušeným investorům. Využití tzv. páky při investování může na jedné straně podpořit výnos naší investice, ale na straně druhé také znásobit ztráty. Obecně platí, že čím větší je páka, tím je

investice rizikovější. S pákovými nástroji je třeba zacházet velmi obezřetně a podobně jako s ohněm. Protože i ten je dobrý sluha, ale velmi špatný pán.

7) Dle jakých kritérií by se měl drobný investor rozhodovat při určení podílu akciového trhu ve svém portfoliu?

Proces vytvoření investičního portfolia je jedním z nejdůležitějších kroků úspěšného investora a není radno ho podceňovat. Struktura rozložení investice by měla odpovídat rizikovému profilu (jak velkou ztrátu jsem ochoten akceptovat), investičním cílům a investičnímu horizontu investora (za jak dlouho budu prostředky z investice vybírat). Obecně platí, že čím déle mohou mé prostředky pracovat, tím může být akciová složka v portfoliu větší. Neplatí to však univerzálně. Vždy je třeba mít na paměti již zmiňované riziko. Ne každý investor je schopen psychicky ustát kolísavost akciových trhů v průběhu investičního horizontu. Správně identifikovat akceptovatelnou míru rizika a délku investičního horizontu je základem úspěšné investice.

8) Akciový trh je obecně více rizikový než dluhopisový trh a mnohem více rizikový než peněžní trh z toho důvodu, že zde nejsou předem zajištěné výnosy. Jaké prostředky bych měl zvolit a jakým způsobem bych je měl aplikovat, abych toto riziko alespoň částečným způsobem snížil? V této souvislosti se nejčastěji mluví jednak o pravidelných investicích a diverzifikaci...

Prvním krokem ke snížení potenciálního investičního rizika, je vytvoření široce diversifikovaného portfolia např. z otevřených podílových fondů, které je šité na míru potřeb daného investora. Odpovídá jeho rizikovému profilu, investičním cílům a investičnímu horizontu. Prostřednictvím diversifikace se může každý člověk zajistit vůči investičnímu riziku (fondy peněžního trhu, dluhopisové fondy) a zároveň participovat na výkonnosti akciových trhů (smíšené a akciové fondy). Pro běžného občana České republiky to je možná složitější cesta, jak efektivněji pracovat se svými úsporami, ale na českém finančním trhu je spousta zkušených a vzdělaných finančních poradců, kteří mu tu optimální cestu pomohou najít. Druhým krokem je dlouhodobý přístup a pravidelné, průběžné nebo následné investování, které nám umožní v průběhu investičního horizontu průměrovat nákupní cenu a pomáhá nám řešit otázku špatného načasování trhu.

9) Určitě je Vám jako akciovému analytikovi často kladena otázka, do kterých konkrétních akciových titulů by měl investor v daný okamžik investovat. Slyšel jsem, že analytici takovou otázku nemají příliš v oblibě, jelikož je velice obtížné na ni odpovědět. Často poté doporučují pravidelné investice do diverzifikovaného akciového portfolia. Jak je tomu u Vás, jak reagujete na otázky tohoto typu?

Dávat jakákoliv investiční doporučení je velice složité, protože ani my nemáme k dispozici křišťálovou kouli, která by nám umožnila vidět do budoucnosti. Přesto je jasné, že se jim člověk čas od času nevyhne. Jak v těchto situacích reagují? Doporučím pravidelnou investici do široce diversifikovaného akciového portfolia...☺

10) Existuje na Internetu online hra umožňující vyzkoušet si obchodování na akciovém trhu, to znamená, že jsou zde skutečné akciové tituly se skutečnými kurzy, ale částky jsou pouze fiktivní?

Samozřejmě. Celá řada obchodníků s cennými papíry nabízí demo účty, kde si můžete otestovat svůj investiční talent nanečisto a pak teprve vstoupit na finanční trhy s reálnými prostředky. Všem tuto možnost vřele doporučuji.

Články byly publikovány v časopise Osobní finance v roce 2008