

# **Projekt predikování vývoje a hodnocení rizik vybraných podílových fondů v České republice**

Bc. Jana Přílučiková

---

Diplomová práce  
2009



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví  
akademický rok: 2008/2009

**ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE**  
(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Jana PŘÍLUČÍKOVÁ**  
Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt predikování vývoje a hodnocení rizik  
vybraných podílových fondů v České republice**

Zásady pro vypracování:

**Úvod**

**I. Teoretická část**

- Vypracujte literární rešerši zaměřenou na problematiku podílových fondů.

**II. Praktická část**

- Proveďte analýzu makroprostředí ve vztahu k podílovým fondům na úrovni světa, eurozóny a České republiky.
- Vypracujte projekt predikce vývoje vybraných podílových fondů v České republice a ohodnoťte rizika spojená s investicemi do těchto podílových fondů.
- Vывodte aplikovatelné závěry pro investory o budoucích vývojových trendech vybraných podílových fondů v České republice na základě zpracovaného projektu.

**Závěr**

Rozsah práce: cca 70 stran  
Rozsah příloh:  
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

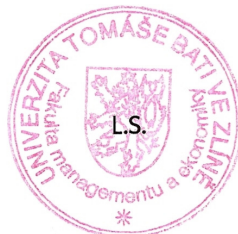
Seznam odborné literatury:

- [1] ARLT, J., ARLTOVÁ, M. Finanční časové řady. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a. s., 2003. 220 s. ISBN 80-247-0330-0.
- [2] FINK, P., M. The Rise of Mutual Funds: an Insider's view. 1. vyd. New York: Oxford University Press, 2008. 320 s. ISBN 978-0-19-533645-0.
- [3] JÍLEK, J. Finanční rizika. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2000. 640 s. ISBN 80-7169-57-93.
- [4] KOHOUT, P. Investiční strategie pro třetí tisíciletí. 4. rozš. vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2005. 290 s. ISBN 80-247-1438-8.
- [5] POLÁCH, J., KAMENÍKOVÁ, B. Základy peněžních a kapitálových trhů. 2. vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2006. 168 s. ISBN 80-7318-505-9.
- [6] ROUWENHORST, K., G., GOETZMANN, W. The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets. 1. vyd. New York: Oxford University Press, 2005. 416 s. ISBN 978-0-19-517571-4.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Blanka Kameníková  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: 9. března 2009  
Termín odevzdání diplomové práce: 4. května 2009

Ve Zlíně dne 9. března 2009

doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
děkanka



doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
ředitel ústavu

## **ABSTRAKT**

Tato diplomová práce představuje přehled o minulém, současném a budoucím vývoji podílových fondů v České republice i ve světě. Hlavním tématem je predikce budoucího vývoje podílových fondů akciových, dluhopisových, smíšených a podílových fondů peněžního trhu v České republice. K jejich predikci autorka aplikovala metody fundamentální, psychologické, technické a mezitržní technické analýzy. V práci byla použita premisa, že makroekonomický vývoj USA, stejně jako vývoj hlavních finančních trhů v USA, má dopad na účastníky finančních trhů v České republice, tedy i na podílníky podílových fondů. Cílem a zároveň přáním autorky bylo předložit české veřejnosti ucelený a zajímavý pohled i na aktuální dění na hlavních finančních trzích. Práce je zároveň metodickým postupem, jak lze přistupovat k opodstatněnému výběru typu podílového fondu predikcí budoucího vývoje za pomoci psychologické, fundamentální, technické a mezitržní technické analýzy. V závěru práce jsou analyzována mimo jiné finanční rizika.

**Klíčová slova:** *Kolektivní investování, podílový fond, fundamentální analýza, technická analýza, mezitržní technická analýza, psychologická analýza, světová finanční krize.*

## **ABSTRACT**

This Master's thesis presents an overview of past, present and future development of mutual funds in the Czech Republic and in the world. The main theme is the prediction of the future development of equity, bond, mixed and money market mutual funds in the Czech Republic. The author applied the prediction method of fundamental, psychological, technical and intermarket technical analysis. In this work was used the premise that macroeconomic developments in the U.S., as well as developments in major financial markets in the U.S., has an impact on the participants in financial markets in the Czech Republic, including participants in mutual funds. The goal of this thesis, as well as the author's desire was to provide the Czech public a comprehensive and interesting view also on the current situation on the financial markets. This work is also a methodological procedure, how to as justified select the type of mutual fund by predicting future developments with the help of psychological and fundamental, technical and intermarket technical analysis. At the end of the work are analyzed, inter alia, financial risks.

**Keywords:** *Collective Investment, Mutual Fund, Fundamental Analysis, Technical Analysis, Intermarket Technical Analysis, Psychological Analysis, The World Financial Crisis.*

**Motto:**

*‘Bull markets are born on pessimism, grow on skepticism, mature on optimism and die on euphoria. The time of maximum pessimism is the best time to buy and the time of maximum optimism is the best time to sell.’*

**Sir John Templeton**



Zdroj[<http://maximumpessimism.com>]

**Poděkování patří paní Ing. Blance Kameníkové, vedoucí mé diplomové práce a mé rodině za pomoc a podporu, kterou mi v průběhu tvorby diplomové práce poskytli.**

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>9</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>11</b>
<b>1 KOLEKTIVNÍ INVESTOVÁNÍ</b> .....	<b>12</b>
1.1 VÝVOJ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ VE SVĚTĚ.....	12
1.2 VÝVOJ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ V ČESKÉ REPUBLICE.....	20
1.3 TOP 5 MANAŽERŮ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ V HISTORII .....	24
<b>2 PODÍLOVÉ FONDY</b> .....	<b>26</b>
2.1 PRÁVNÍ ÚPRAVA PODÍLOVÝCH FONDŮ .....	26
2.1.1 Zdaňování podílových fondů.....	28
2.2 ČLENĚNÍ A CHARAKTERISTIKY PODÍLOVÝCH FONDŮ.....	29
2.2.1 Modely fondů podle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování .....	29
2.2.2 Metodika klasifikace fondů závazná pro členy AFAM ČR .....	30
2.3 VÝHODY A NEVÝHODY PODÍLOVÝCH FONDŮ .....	32
2.4 FINANČNÍ RIZIKA PODÍLOVÝCH FONDŮ .....	34
2.4.1 Klasifikace finančních rizik .....	34
2.4.2 Metody měření výkonnosti při zohlednění finančních rizik.....	36
2.5 PŘÍSTUPY K POSUZOVÁNÍ A VÝBĚRU PODÍLOVÝCH FONDŮ.....	37
2.5.1 Přístup k posuzování podílových fondů podle B. Grahama.....	37
2.5.2 Přístupy k posuzování podílových fondů podle KCP .....	38
2.5.3 Rating a scoring podílových fondů .....	39
2.5.3.1 Světové ratingové agentury.....	40
2.6 METODY PREDIKCE BUDOUCÍHO VÝVOJE PODÍLOVÝCH FONDŮ.....	42
<b>3 SVĚTOVÁ FINANČNÍ KRIZE</b> .....	<b>43</b>
3.1 VÝČET HLAVNÍCH SVĚTOVÝCH KRIZÍ OD 30. LET 20. STOLETÍ.....	43
3.2 PODSTATA A GENEZE SOUČASNÉ SVĚTOVÉ FINANČNÍ KRIZE.....	45
3.3 DOPADY A ODHADY KONCE SVĚTOVÉ FINANČNÍ KRIZE .....	46
<b>4 ZÁVĚR K TEORETICKÉ ČÁSTI</b> .....	<b>47</b>
<b>II ANALYTICKÁ ČÁST</b> .....	<b>48</b>
<b>5 ANALÝZA MAKROPROSTŘEDÍ</b> .....	<b>49</b>
5.1 ANALÝZA MAKROPROSTŘEDÍ NA ÚROVNI SVĚTA .....	49
5.1.1 Analýza současného vývoje podílových fondů ve světě .....	55
5.2 ANALÝZA MAKROPROSTŘEDÍ NA ÚROVNI EUROZÓNY .....	57
5.2.1 Analýza současného vývoje podílových fondů v eurozóně.....	64
5.3 ANALÝZA MAKROPROSTŘEDÍ NA ÚROVNI ČESKÉ REPUBLIKY .....	66
5.3.1 Analýza současného vývoje podílových fondů v ČR.....	68

5.4	MAKROEKONOMICKÉ DOPADY A VÝHLEDY .....	71
<b>III</b>	<b>PROJEKT .....</b>	<b>75</b>
<b>6</b>	<b>PROVEDENÍ PREDIKCE VÝVOJE PODÍLOVÝCH FONDŮ .....</b>	<b>76</b>
6.1	PROVEDENÍ PREDIKCE POMOCÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY (FA).....	76
6.1.1	Globální FA.....	77
6.1.1.1	HDP .....	77
6.1.1.2	Peněžní zásoba a její vývoj .....	79
6.1.1.3	Inflace .....	80
6.1.1.4	Nezaměstnanost .....	81
6.1.1.5	Běžný účet platební bilance (Current Account).....	82
6.1.1.6	Úrokové sazby .....	83
6.1.1.7	Měnový kurz .....	84
6.1.1.8	Kontrakční fáze hospodářského cyklu .....	86
6.1.2	Odvětvová FA v rámci akciového trhu .....	88
6.1.3	FA základních typů podílových fondů (PFPT, DPF, APF, SPF) .....	91
6.1.3.1	Podílové fondy peněžního trhu (PFPT) .....	92
6.1.3.2	Dluhopisové podílové fondy (DPF).....	94
6.1.3.3	Akciové fondy (APF).....	97
6.1.3.4	Smíšené podílové fondy (SPF) .....	99
6.2	PROVEDENÍ PREDIKCE POMOCÍ TECHNICKÉ ANALÝZY (TA).....	103
6.2.1	Technická analýza akciového indexu S&P 500 .....	104
6.2.2	Technická analýza dluhopisového indexu USB.....	105
6.2.3	Technická analýza měnového indexu USD.....	106
6.2.4	Technická analýza komoditního indexu CRB.....	106
6.2.4.1	Technická analýza zlata .....	107
6.3	PROVEDENÍ PREDIKCE POMOCÍ MEZITŘNÍ TECHNICKÉ ANALÝZY (MTA).....	108
6.3.1	Interakce komoditního a dluhopisového trhu.....	108
6.3.2	Interakce měnového a komoditního trhu.....	110
6.3.3	Interakce měnového a akciového trhu.....	110
6.3.4	Interakce dluhopisového a akciového trhu.....	111
6.3.5	Shrnutí .....	112
6.4	PROVEDENÍ PREDIKCE POMOCÍ PSYCHOLOGICKÉ ANALÝZY (PA).....	115
6.4.1	Put/Call Ratio .....	115
6.4.2	ISEE Index .....	116
6.4.3	American Association of Individual Investor Bull Ratio.....	117
6.4.4	IFO indikátor světového ekonomického klimatu .....	118
6.4.5	The Bloomberg Professional Global Confidence Index.....	119
6.4.6	Index spotřebitelského sentimentu University Michigan (MCSI).....	119
6.4.7	Index spotřebitelské důvěry (Conference Board Consumer Confidence) .....	120
<b>7</b>	<b>KVANTIFIKACE RIZIK SPOJENÝCH S INVESTICEMI DO PODÍLOVÝCH FONDŮ .....</b>	<b>121</b>

7.1	RIZIKA PROGNOZOVÁNÍ POMOCÍ FA .....	121
7.2	RIZIKA PROGNOZOVÁNÍ POMOCÍ TA A MTA .....	122
7.3	RIZIKA PROGNOZOVÁNÍ POMOCÍ PA .....	122
7.4	RIZIKA SPOJENÁ S INVESTICEMI DO PF .....	123
7.4.1	Rizika spojená s investicemi do PFPT .....	123
7.4.2	Rizika spojená s investicemi do DPF .....	123
7.4.3	Rizika spojená s investicemi do APF .....	124
7.4.4	Rizika spojená s investicemi do SPF .....	124
<b>8</b>	<b>ZÁVĚRY O BUDOUCÍCH VÝVOJOVÝCH TRENDECH HLAVNÍCH TYPŮ PODÍLOVÝCH FONDŮ V ČR.....</b>	<b>125</b>
8.1	APLIKOVATELNÉ ZÁVĚRY ZJIŠTĚNÉ POMOCÍ FA .....	125
8.2	APLIKOVATELNÉ ZÁVĚRY ZJIŠTĚNÉ POMOCÍ TA .....	128
8.2.1	Aplikovatelné závěry zjištěné pomocí MTA.....	129
8.3	APLIKOVATELNÉ ZÁVĚRY ZJIŠTĚNÉ V RÁMCI PA.....	130
8.4	RIZIKA SPOJENÁ S PREDIKCÍ POMOCÍ FATAMTAPA .....	131
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>132</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>134</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK .....</b>	<b>142</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>143</b>
	<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>146</b>
	<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>	<b>147</b>



## ÚVOD

Tato diplomová práce je věnována teoretickým a praktickým aspektům fungování, predikování vývoje a hodnocení finančních rizik podílových fondů v České republice. *Záměrem autorky je podat přehled o minulém, současném i budoucím vývoji kolektivního investování v České republice se zaměřením na odvětví podílových fondů.* Cílem práce je shrnutí dosaavadního vývoje podílových fondů, provedení predikce možného budoucího vývoje tohoto odvětví a následné zhodnocení finančních rizik, se kterými je nutné při predikcím i samotném investování počítat. V práci jsou aplikovány použitelné metody predikce budoucího vývoje hlavních finančních trhů, mezi které patří fundamentální, psychologická, technická a mezitržní technická analýza. Práce byla připravena v době, kdy se světová ekonomika nalézala ve finanční krizi, které je proto věnována jedna celá kapitola. O významu zpracování tématu svědčí již samotná aktuálnost, ale také skutečnost, že prostřednictvím podílových fondů v roce 2008 investovalo 36 procent českých investorů a svěřená hodnota majetku v podílových fondech na území České republiky v roce 2008 dosáhla výše 243,88 mld. Kč.

Diplomová práce je rozdělena na tři základní části, a to na *část teoretickou, analytickou a na část projektovou.* Jednotlivé části jsou dále členěny do kapitol. *Teoretická část* obsahuje zpracování literární rešerše zaměřené na problematiku podílových fondů, a je také určitým pohledem do historie kolektivního investování. Teoretická část je členěna do čtyř kapitol. První kapitola je zaměřena na historický vývoj kolektivního investování ve světě a v České republice, a dále obsahuje výčet top pěti manažerů kolektivního investování na světě. Problematice podílových fondů je věnována druhá kapitola. Začíná právní úpravou podílových fondů, dále obsahuje klasifikaci podílových fondů podle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování a podle AFAM ČR. Následně jsou v kapitole popsány výhody a nevýhody podílových fondů, druhy finančních rizik podílových fondů, základní metody měření výkonnosti při zohlednění těchto finančních rizik a přístupy k posuzování podílových fondů včetně vlivu světových ratingových agentur. Kapitulu uzavírá výčet metod použitelných pro predikci budoucího vývoje podílových fondů. Třetí kapitola se zabývá současnou světovou finanční krizí, a to se zvláštní pozorností na její podstatu a dopady. Uveden je také výčet hlavních světových krizí od 30. let 20. století. Teoretická část končí závěrečnou čtvrtou kapitolou obsahující shrnutí a vlastní názory autorky k popsané problematice.

Pátá kapitola je již součástí *analytické části* diplomové práce a zaměřuje se na provedení analýzy makroprostředí ve vztahu k podílovým fondům na úrovni světa, eurozóny a České

republiky. Analytická část, která zrcadlí současný vývoj odvětví podílových fondů v roce 2008, obsahuje i makroekonomické dopady a výhledy a je současně s již provedenou literární rešerší východiskem pro zpracování projektové části diplomové práce.

*Projektová část* je zpracována v rámci šesté až osmé kapitoly. V šesté kapitole jsou pomocí známých metod predikce hlavních finančních trhů (FATAMTAPA) zjišťovány možné budoucí vývojové trendy podílových fondů v ČR. Sedmá kapitola je věnována výčtu rizik spojených s predikcí a s investicemi do podílových fondů. Osmá kapitola je závěrečnou kapitolou jak projektové části, tak i celé předložené diplomové práce a obsahuje pro čtenáře a investory aplikovatelné závěry a shrnutí o budoucích vývojových trendech hlavních typů podílových fondů v České republice zjištěné v rámci zpracovaného projektu.

Diplomová práce je určena především drobným investorům. Práce může být užitečná i pro studenty vysokých a středních škol ekonomického zaměření jako studijní materiál pro prohloubení vědomostí o kolektivním investování se zaměřením na podílové fondy. Přáním autorky bylo především poskytnout čtenáři zajímavý pohled na vývoj kolektivního investování se zaměřením na podílové fondy a současně na aktuální dění na hlavních finančních trzích. Provedené predikce pomocí metod fundamentální, psychologické, technické a mezitřížní technické analýzy podléhají zmíněným rizikům popsaným v rámci sedmé kapitoly a jsou praktickou ukázkou, jak je také možné postupovat při taktické alokaci aktiv. Odhady nemusí v budoucnu korespondovat s realitou, pokud dojde v budoucnu k vyhlášení zcela odlišných důležitých makroekonomických a kurzotvorných dat, které budou v nesouladu s očekáváními v diplomové práci nebo pokud dojde k významné změně tržního sentimentu.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

## 1 KOLEKTIVNÍ INVESTOVÁNÍ

Podstata kolektivního investování spočívá ve shromažďování peněžních prostředků od jednotlivých „drobných“ investorů upisováním akcií investičního fondu či vydáváním podílových listů podílového fondu a v následném investování těchto peněžních prostředků na principu diverzifikace rizika skrze správce fondu.<sup>1</sup> O skutečnosti, že myšlenka společného investování není nikterak nová se můžeme přesvědčit v následujících podkapitolách.

### 1.1 Vývoj kolektivního investování ve světě

Počátky kolektivního investování jsou spjaty se vznikem financí a sahají až do 19. století před Kristem, do *Mezopotámie*. Při rozdělování zemědělské půdy, prvotní tvorbě daní a při vytváření pobídek pro obchod na delší vzdálenost začaly vznikat historicky první půjčky, zástavy, partnerství a první futures kontrakty, které byly tesány do hliněných destiček.<sup>2</sup>

Dalším mezníkem byl v *Itálii* rok 1172 našeho letopočtu, kdy v Benátkách vznikl první dluhopisový trh a do popředí se dostaly půjčky s přísliby vrátit vypůjčenou částku i s ročním úrokem. Od této doby mnoho Evropských zemí začalo emitovat dluhopisy, využívat půjčky a životní renty. Tato nová forma financí začala sloužit pro plánování ekonomické budoucnosti, rizik a investování kapitálu veřejnosti. *Ve dvanáctém a třináctém století* vznikaly v italských městech Lucca, Janov, Florencie, Benátky a Milano první burzy. Na první „kamenou“ burzovní budovu, postavenou v Antverpách, si musela historie počkat až do roku 1531. Předmětem burzovních obchodů byly v tomto období převážně směnky a mince. *Ke konci šestnáctého století* již existovala široká investorská veřejnost a ke vzniku investičních společností zbývaly jen krůčky. Krokem kupředu ke kolektivnímu investování jako takovému bylo v roce 1602 za účelem efektivnějšího a lépe organizovaného obchodu formou první veřejné emise akcií na Amsterodamské zbožové burze **založení Nizozemské Východoindické společnosti**<sup>3</sup>. S prodejem indonéské produkce koření na evropském trhu se dostaly do popředí převoditelné akcie a korporátní dluhopisy. *V sedmnáctém a osmnáctém století* Nizo-

<sup>1</sup> ZÁKON O KOLEKTIVNÍM INVESTOVÁNÍ. Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování [online]. 2009-02-02 [cit. 2009-02-02; 09:58]. Dostupné na [www: <http://www.finance.cz/kapitalovy-trh/zakony/o-kolektivnim-investovani/>](http://www.finance.cz/kapitalovy-trh/zakony/o-kolektivnim-investovani/).

<sup>2</sup> ROUWENHORST, K., G., GOETZMANN, W. *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*. 1. vyd. USA: Oxford University Press, 2005. 416 s. ISBN 978-0-19-517571-4.

<sup>3</sup> Nizozemsky *Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC)*

zemí představilo nové finanční deriváty (forwardy a opce), strukturované finance (sekuritizace a substituce akcií) a první předchůdce investičních a podílových fondů. Za první „předky“ investičních fondů jsou považovány „Tontines“<sup>4</sup>, francouzské vzájemné důchodové pojišťovny, které vznikaly v osmnáctém století ve Francii a v Itálii. Byly charakteristické anuitními platbami placenými skupinou obyvatel, které byly dále rozdělovány mezi stávající členy. Důraz byl kladen na diverzifikaci portfolia složeného z bondů a akcií. Likvidita a převoditelnost prozatím nebyly prioritou. **První skutečný transparentní uzavřený podílový fond** *Eendragt Maakt Magt* („Jednota vytváří sílu“), zaměřený na kapitálový trh, založil v roce 1774 v Nizozemí Abraham van Ketwich. Cílem holandského obchodníka bylo skrze fond poskytnout menším investorům s limitovanými finančními prostředky možnost diverzifikace portfolia. Fond investoval do vládních dluhopisů, bankovních dluhopisů a plantážních výpůjček. Diverzifikace byla umožněna rozložením investic do rakouských, německých, dánských, španělských, švédských, ruských a do řady amerických plantáží. Rozložení portfolia bylo neměnné s dobou na 25 let. Správní poplatek fondu byl 1 procento. Výhoda nízkých úrokových sazeb přilákala do Amsterdamu Rakousko, Francii, Anglii, Rusko, Švédsko i Španělsko s cílem investovat na Amsterodamské burze. Velmi rozvinutý již byl v této době trh dluhopisový, avšak akcie byly stále nedostatkovým zbožím. Mezi nejlikvidnější tituly patřily akcie Nizozemské Východoindické společnosti (VOC), Nizozemské Západoindické společnosti (WIC), Britské Východoindické společnosti, britské South Sea Company (SSC) a akcie britské centrální banky. Další důležitou kategorií cenných papírů byly sekuritizované kolaterální dlužné cenné papíry, které se týkaly plantážních výpůjček<sup>5</sup>. Úspěch fondu *Eendragt Maakt Magt* přilákal následovníky a v roce 1776 byl založen fond *Voordeeling en Voorsigtig*<sup>6</sup> („Výnosný a opatrný“). V roce 1779 představil svůj druhý fond Abraham van Ke-

<sup>4</sup> Tontines byly vzájemné důchodové pojišťovny nabízející životní pojištění ve Francii. Byly pojmenovány po Lowrenci Tontim z Naples, který myšlenku důchodových pojišťoven přinesl z Itálie do Paříže v 17. stol. Tontines byly také užívány jako fondy veřejných zájmů při výstavbách veřejných budov a domů. V 19. století měly podobu družstevních společností.

<sup>5</sup> Dnes obdoba CLO („Collateralized Loan Obligation“) a CDO (Collateralized Debt Obligation)<sup>9</sup>

<sup>6</sup> Poznatky diverzifikace z prospektu fondu Voordeeling and Voorsigtig z roku 1776:

1. Je moudré rozložit finanční prostředky do zboží a do spolehlivých akcií
2. Je velmi nebezpečné pro investora alokovat kapitál do jedné či malého množství akcií, protože nic není dostatečně jisté u volatelného objektu
3. Ne každý má možnost investovat do většího množství akcií. Proto by měla existovat možnost participace ve fondu, který bude s dostačující jistotou dosahovat zisku
4. Nikdo nemá důvod očekávat, že všechny akcie ve fondu přestanou být vypláceny ve stejný čas, a tak nemůže ztratit celý kapitál. Pokud někdo má důvod cítit hrozbu bankrotu ve fondu, nemůže nikdy do fondu investovat<sup>9</sup>

twich s názvem *Concordia Res Parvae Crescunt* („Malé věci svorností rostou“), který existoval až do roku 1868. V prospektu *Concordia Res Parvae* bylo uvedeno, že fond bude investovat do solidních a podhodnocených akcií<sup>7</sup>, od kterých lze očekávat v budoucnu významný zisk a že všechny listiny, cenné papíry a sekuritizované produkty fondu budou uloženy do železných truhlic<sup>8</sup> zabezpečených třemi různými zámky.<sup>9</sup> Podílové fondy se začaly objevovat v *osmnáctém a devatenáctém století* i mimo území Nizozemska. Anglosaské počátky podílových fondů bývají datovány do druhé poloviny devatenáctého století, kdy byla roku 1868 v Londýně založena investiční společnost **Foreign and Colonial Government Trust**<sup>9</sup>. V prospektu si fond kladl za cíl zprostředkovat investorům s omezenými příjmy stejné možnosti jako měli velcí kapitalisté a umožnit jim zmírnit riziko investování rozložením investic do většího počtu akcií. Podobně jako fond *Eendragt Maakt Magt* investoval tento fond do zahraničních státních dluhopisů. Do roku 1875 vzniklo v Londýně dalších devatenáct podílových fondů, mimo jiné i slavný fond **First Scottish American Investment Trust**<sup>10</sup> založený Robertem Flemingem. V *devadesátých letech devatenáctého století* se začaly investiční fondy rozšiřovat i do *Spojených států amerických*<sup>11</sup>. Většina prvních amerických fondů<sup>12</sup> investovala do neobchodovatelných akcií a měla podobu uzavřených podílových fondů. V roce 1924 byl v Americe založen historicky **první otevřený podílový fond The Massachusetts Investors Trust** umožňující vydávání a zpětný odkup podílů za aktuální cenu na trhu, který dodnes existuje pod názvem „MFS“. Fond velmi brzy po svém založení dosáhl úspěchu a obliby u veřejnosti, když hned v prvním roce fungování zhodnotil majetek fondu z původních 50ti tisíc dolarů na 392 tisíc dolarů. Nový model otevřených podílových a investičních fondů představoval velmi významnou inovaci v dějinách kolektivního investování. V tomto období existovalo již přibližně 700 uzavřených a 19 otevřených podílových fondů, přičemž jejich počet s rostoucí popularitou dále narůstal. Až do Černého pátku, krachu na New Yorkské burze v říjnu roku 1929. Na obr.1 lze spatřit vývoj a zvrát v počtu

<sup>7</sup> Poprvé zmínka o strategii nákupu akcií za cenu nedosahující skutečné vnitřní hodnoty<sup>9</sup> s potenciálem budoucího růstu

<sup>8</sup> Jeden klíč od truhlice byl svěřen do správy notáři a další dva klíče byly uschovány u dvou dalších zmocněnců<sup>9</sup>

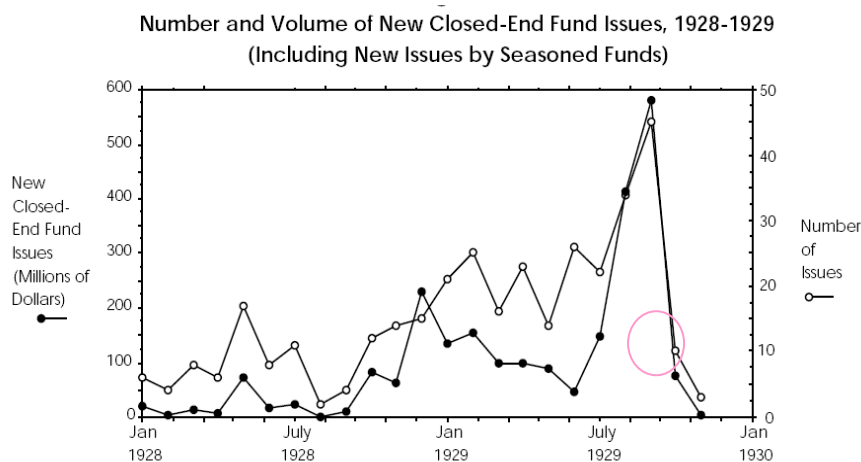
<sup>9</sup> FOREIGN & COLONIAL INVESTMENT TRUST. History [online]. 2009-01-29 [cit. 2009-01-29, 08:23]. Dostupné na [www: http://www.foreignandcolonial.com/Default.aspx?id=80368](http://www.foreignandcolonial.com/Default.aspx?id=80368)>. Fond dnes existuje pod názvem F&C

<sup>10</sup> First Scottish American Investment Trust (1873) investoval do dluhopisů amerických železnic

<sup>11</sup> Do roku 1929 vzniklo ve Spojených státech okolo 400 uzavřených fondů

<sup>12</sup> Například fondy The Boston Personal Prosperity Trust (1893), The Railway and Light Securities Company (1904) nebo The Securities of America (1921).

nově vznikajících uzavřených podílových fondů po pádu akciových trhů, kdy na počátku roku 1930 nevznikl žádný nový uzavřený podílový fond.<sup>13,14</sup>



Obr. 1 Počet a objem nově vznikajících uzavřených podílových fondů mezi lety 1928-1929<sup>15</sup>

Po roce 1929 se poměr uzavřených a otevřených podílových změnil ve prospěch fondů otevřených, které akciový krach ustály lépe. Většina prvních uzavřených podílových fondů užívala značně riskantních spekulacních technik, a když došlo ke krachu na akciových trzích, tyto fondy zkrachovaly také. Kvůli špatnému zacházení fondů se svěřeným majetkem bylo v Americe ve dvacátých a třicátých letech přijato k ochraně individuálních investorů několik důležitých **zákonů upravujících kolektivní investování**<sup>16</sup>. Uzákoněna byla mimo jiné povinná registrace podílových fondů u SEC<sup>17</sup>, nově nutnost splnit předepsané standardy při vzniku a dalším fungování podílových fondů, či také povinnost zpřístupnit všem potenciálním investorům prospekt fondu. V prospektu musely fondy povinně například uvádět složení managementu odpovědného za řízení fondu, cíle a používané politiky a vybírané poplatky. Ustanovena byla nutnost každého fondu kolektivního investování mít *depozitáře fondu* k

<sup>13</sup> ROUWENHORST, K., G., GOETZMANN, W. *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*. 1. vyd. USA: Oxford University Press, 2005. 416 s. ISBN 978-0-19-517571-4.

<sup>14</sup> FINK, P., M. *The Rise of Mutual Funds: an Insider's view*. 1. vyd. Oxford University Press, 2008. 320 s. ISBN 978-0-19-533645-0I.

<sup>15</sup> DE LONG, B. J., SHLEIFER, A. The Bubble of 1929: Evidence from Closed-End Funds [online]. February 1990 [cit. 2009-02-10, 20:42]. Dostupné na [www: <http://econ161.berkeley.edu/pdf\\_files/Bubble\\_1929.pdf >](http://econ161.berkeley.edu/pdf_files/Bubble_1929.pdf).

<sup>16</sup> The Securities Act -1933, The Securities Exchange Act -1934, The Investment Advisers Act - 1940 a The Investment Company Act - 1940.<sup>19</sup>

<sup>17</sup> V reakci na říjnový krach byla roku 1934 Kongresem USA zřízena Securities and Exchange Commission (SEC) k regulaci podílových fondů a k ratifikaci dvou důležitých zákonů upravujících kolektivní investování, a to Zákon o cenných papírech (The Securities Act) a Zákon o burze cenných papírů (Securities Exchange Act).<sup>18</sup>

jištění a správě aktiv fondů, *transferového agenta* spravujícího účty shareholderů a investičního poradce zodpovědného za portfolio fondu. Zákony dále k odstranění klamavé propagace vedoucí k deziluzi potenciálních investorů limitovaly podílové fondy v oblasti reklamy. V zákonech byla zakotvena nově povinnost fondů oceňovat podílové listy aktuální tržní hodnotou aktiv a povinnost na požádání odkupovat podílové listy za podíl na čistých aktivech do sedmi dnů. Zákony a nařízení napomohly ke znovuzískání důvěry lidí v podílové fondy a v trh. Podílové fondy byly opět na vzestupu.<sup>18,19</sup>

V *padesátých a šedesátých letech* docházelo k boomu podílových fondů v USA a objem spravovaných aktiv fondů rostl meziročně i o 600 procent v reakci na prudký rozvoj akciových trhů po skončení druhé světové války. Objevovaly se první podílové fondy orientované na moderní technologická odvětví jakou byla jaderná energetika, chemický průmysl, elektrotechnický průmysl či výroba proudových motorů. Lidé investovali do stále rizikovějších fondů s vidinou dosahování vyšších výnosů. *Ke konci šedesátých let* se trh potýkal s vysokou nezaměstnaností i inflací a docházelo k vybírání peněz z fondů. Začaly vznikat první fondy orientované na investice do státních dluhopisů, které představovaly pro investory větší bezpečí. V *sedmdesátých letech*, kdy docházelo k růstu úrokových měr a k poklesu akciových trhů, se v Americe objevily **první podílové fondy peněžního trhu** investující do krátkodobých aktiv. Tyto fondy nabízely relativně vyšší zhodnocení než spořicí účty v bankách, a staly se tak atraktivní investicí především pro konzervativní investory. Fondy peněžního trhu umožnily poprvé i menším investorům využít výhod vyšších krátkodobých úrokových měr<sup>20</sup>, které byly dříve dostupné pouze institucím a zámožným jedincům. „*Vytvoření fondů peněžního trhu zcela změnilo odvětví podílových fondů a celý finanční systém v USA*“ uvádí ve své knize<sup>19</sup> Matthew P. Fink. V roce 1971 William Fouse a John McQuown z *Wells Fargo Bank* představili investorům **první retailový indexový podílový fond**, který se stal základním kamenem při založení známé investiční společnosti **The Vanguard Group**<sup>21</sup> nabízející lev-

<sup>18</sup> SECURITY EXCHANGE COMMISSION. 75th Anniversary of the SEC [online]. 2009-01-25 [cit. 2009-02-09, 09:44]. Dostupné na [www: < http://www.sec.gov/2008annual/SEC\\_2008annual\\_anniversary.htm >](http://www.sec.gov/2008annual/SEC_2008annual_anniversary.htm).

<sup>19</sup> FINK, P., M. *The Rise of Mutual Funds: an Insider's view*. 1. vyd. Oxford University Press, 2008. 320 s. ISBN 978-0-19-533645-0I.

<sup>20</sup> Během sedmdesátých let dosáhly úrokové sazby až dvojnásobných hodnot

<sup>21</sup> Společnost Vanguard byla založena na nové myšlence Johna Boglea, na investování jednotlivců do indexů, do té doby považované za nemožné. V roce 1976 představila společnost první indexový fond pro individuální investory nazývaný *Vanguard 500 Index Fund*, který umožnil individuálním investorům investovat do všech 500 společností tvořících S&P 500, a stal se světovým největším podílovým /pokračování pozn. na další straně/



né indexové podílové fondy, tzv. „*low-cost index funds*“. V sedmdesátých letech dále vznikaly podílové fondy peněžního trhu investující do vysoce výnosových spekulativních dluhopisů tzv. „*high-yield bonds*“ a **první municipální dluhopisové fondy** osvobozené od zdanění. *Na konci sedmdesátých let* již byly běžnou součástí trhu daňově osvobozené fondy peněžního trhu kombinující výhody jak fondů peněžního trhu, tak výhod daňových municipálních dluhopisových fondů. *Osmdesátá léta* byla typická opětovným rozmachem podílových fondů v reakci na schválení „ERISA<sup>22</sup>“, programu individuálního penzijního spoření IRA<sup>23</sup>, umožňujícího jednotlivcům přispívat si určitou částkou na svůj penzijní účet prostřednictvím právě podílových fondů. Fondy začaly využívat distribuční sítě finančních zprostředkovatelů a zaváděly poprvé výstupní poplatky. *V roce 1984* bylo zavedeno hodnocení podílových fondů nově vzniklou společností Morningstar. V osmdesátých letech získávalo oblibu dlouhodobé investování v reakci na býčí trh. K uspokojení nároků investorů vznikla řada akciových a smíšených **fondů zaměřených na dlouhodobé investice**. V důsledku klesajících úrokových měr rostly ceny dluhopisů a poptávka po dluhopisových, smíšených a majetkových vzrostla na úkor atraktivity fondů peněžního trhu. *Mezi lety 1980 a 1990* se počet akciových fondů se zvýšil z 288 na 1099 a aktiva akciových fondů vzrostla z 44,4 bilionu dolarů na 239,5 bilionu dolarů. Ve stejném období se zvýšil i počet fondů dluhopisových z původních 170ti na 1.239 a aktiva dluhopisových fondů vzrostla z 14 bilionů dolarů na 327,4 bilionu dolarů. *V devadesátých letech*, kdy vlivem dlouhotrvajícího růstu akciových trhů docházelo k dramatickému růstu popularity investování, existovala citelná **soutěž podílových fondů** a fondy se začaly více **specializovat**. Vznikaly první finanční supermarketky poskytující investorům možnost investovat skrze jednoho distributora do řady fondů („*one-stop shopping*“). Vznikala také obliba fondů neúčtující vstupní poplatky, tzv. „*no-load funds*“. *Na přelomu tisíciletí* bylo v podílových fondech v USA uloženo 60 procent všech finančních aktiv domácností. Počet akciových fondů se od roku 1990 zvýšil o dvě třetiny. Vznikl komplex rozmanitých akciových fondů nabízejících specializované fondy určené k uspokojení všech požadavků investora. Široká nabídka fondů byla evidentně v oblasti fondů investujících primárně do zahraničních akcií („*foreign regional funds*“), která dosáhla

---

fondem a existuje dodnes. Společnost v roce 1976 nabídla tzv. „no-load“ fondy (myšleno kupci neplatí žádné komisioní poplatky nazývané "load" při nákupu a prodeji akcií fondu a vydělané zisky jdou přímo investorům a ne zprostředkovatelům a manažerům fondů).

<sup>22</sup> *Employee Retirement Income Security Act* („ERISA“) ratifikovaný v USA v roce 1974.

největšího růstu. Začínaly se hojně rozšiřovat i indexové fondy („*index funds*“). Jejich počet se v USA zvýšil mezi lety 1990 a 2003 z 15ti na 268. Na celém světě na přelomu tisíciletí existovalo přibližně 53 tisíc otevřených podílových fondů s celkovými aktivy téměř 11 bilionů amerických dolarů. Vývoj hodnoty aktiv fondů v USA zobrazuje tab.1.<sup>24,25,26,27 28,29</sup>

**Tab. 1 Hodnota aktiv fondů (USA 1929-2000, v mld. USD)**

Rok	1929	1940	1950	1960	1970	1987	1995	1998	2000
Uzavř PF	2,9	0,6	0,9	2,1	4	20,5	136	142	165
Otevř PF	0,1	0,5	2,5	17	47,6	770	2812	5252	7269
PF celkem	3	1,1	3,4	19,1	51,6	791	2948	5394	7434

Zdroj: MUSÍLEK, P. *Trhny cenných papírů. 2002.*

Mezi lety 2000 a 2002 došlo v souvislosti s medvědími akciovými trhy ke zpomalení rozvoje podílových fondů a docházelo k rozsáhlým likvidacím a ke slučování fondů. Nabídky nových akciových fondů byly zbrzděny sníženou poptávkou investorů. Nízké bariéry pro vstup nových fondů v USA<sup>30</sup> a růst investorské poptávky vedly ke vzniku mnoha nových fondů. Mnoho nově vzniklých fondů nedosahovalo úspor z rozsahu. Investoři si vybíraly tzv. „*lower-than-average cost*“ fondy, kde zaplatily mnohem menší poplatky. Ke konci roku 2003 celosvětová aktiva všech podílových fondů na světě přesáhla **14 trilionů dolarů**. Celosvětový počet podílových fondů a počet podílových fondů vybraných zemích mezi lety 1998 a 2003 zobrazuje tab.2.<sup>26</sup>

<sup>23</sup> Individuální penzijní účty s daňovým zvýhodněním

<sup>24</sup> AKCIE.PENÍZE.CZ. Kurz IV: historie podílových fondů. *Velký kurz investování* [online]. [cit. 2009-02-09, 11:02]. Dostupné na [www: <http://akcie.penize.cz/15930-historie-podilovych-fondu>](http://akcie.penize.cz/15930-historie-podilovych-fondu).

<sup>25</sup> FINK, P., M. *The Rise of Mutual Funds: an Insider's view*. 1. vyd. Oxford University Press, 2008. 320 s. ISBN 978-0-19-533645-01.

<sup>26</sup> INVESTMENT COMPANY INSTITUTE. Mutual fund factbook 2004. *A guide to trends and statistics in the mutual fund industry* [online]. 2005-01-31 [cit. 2009-02-10, 10:39]. Dostupné na [www: <http://www.ici.org/pdf/2004\\_factbook.pdf>](http://www.ici.org/pdf/2004_factbook.pdf).

<sup>27</sup> McWHINNEY, J. A Brief History Of The Mutual Fund. *Mutual Funds Articles* [online]. [cit. 2009-02-05, 13:34]. Dostupné na [www: <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/MFhistory.asp>](http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/MFhistory.asp).

<sup>28</sup> ROUWENHORST, K., G., GOETZMANN, W. *The Origins of Value: the Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*. 1. vyd. Oxford University Press, 2005. 416 s. ISBN 978-0-19-517571-4.

<sup>29</sup> THE VANGUARD GROUP, INC. Highlights of Vanguard's history. *About Vanguard* [online]. 2005-01-31 [cit. 2009-02-11, 13:23]. Dostupné na [www: <https://personal.vanguard.com/us/content/Home/WhyVanguard/AboutVanguardWhoWeAreContent.jsp>](https://personal.vanguard.com/us/content/Home/WhyVanguard/AboutVanguardWhoWeAreContent.jsp).

<sup>30</sup> Bariéry mimo USA byly všeobecně vyšší.

Tab. 2 Celosvětový počet podílových fondů v letech 1998-2003

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>SVĚT</b>	<b>50,835</b>	<b>52,746</b>	<b>51,692</b>	<b>52,849</b>	<b>54,11</b>	<b>54,015</b>
Amerika	10,376	11,499	12,676	13,449	13,884	13,921
USA	7,314	7,791	8,155	8,305	8,244	8,126
Evropa	20,107	22,095	25,524	26,821	28,972	27,987
ČR	56	62	70	65	76	58
Asie a Pacifik	20,161	18,892	13,158	12,153	10,794	11,641
Afrika	191	260	334	426	460	466

Zdroj: ICI. Mutual fund factbook 2004.<sup>31</sup>

V roce 2003 se akciové trhy postupně zotavovaly z několikaletého medvědího trhu a na trzích stále převažoval pesimismus. Rok byl také ve znamení největších **skandálů v historii podílových fondů** vedoucích k oslabení důvěry v podílové fondy. Došlo k odhalení skutečnosti, že některé podílové fondy špatně nakládaly se svěřeným majetkem a používaly nelegální a nečestné obchodní praktiky „late trading“ a „market timing“. Investiční společnosti byly viněny také z konfliktu zájmů. SEC zahájila šetření na základě stížnosti newyorského generálního prokurátora Eliota Spitzera a udělila 1,4 miliardovou pokutu velkým investičním domům na Wall Street. Šlo o největší pokutu, jaká kdy byla na Wall Streetu udělena, přesto byla zanedbatelnou částkou ve srovnání s celkovými aktivy společností. Na seznamu obviněných společností se objevily například společnosti Alliance Capital, Bank One, Canary Capital Partners LLC, Invesco, Janus Capital BGroup, Nations Funds (Bank of America), Prudential Securities, Putnam Investments a Strong Funds. Zjištěné výsledky šetření vedly k rezignaci prezidentů fondů Strong Mutual Funds a Putnam Investments. Eliot Spitzer v rozhovoru pro MSNBC investorům poradil: „*Buďte maximálně ostražití v tom, kdo vám poskytuje investiční poradenství. Vyžadujte od těch, kdo vám radí, vyloučení jakéhokoli střetu zájmů, informujte se z více zdrojů, abyste získali více nezávislých názorů z různých úhlů pohledu. Jsou to vaše peníze, ne 'jejich'. Nikdy neztrácejte ze zřeteli, že to, na čem vydělávají, jsou právě vámi zaplacené poplatky.*“ Celosvětově se aktiva podílových fondů ve třetím kvartále roku 2008 snížila o 3 procenta a dosáhla výše **15,144 bilionů EUR**. Aktiva podílových fondů klesala na všech hlavních trzích a průměrné čisté příjmy všech podílových fondů na světě dosáhly nejnižší úrovně od třetího kvartálu roku 2002. Všechny kategorie fondů zaměřujících se na dlouhodobé investování dosahovaly ve druhém kvartále v průměru ztráty. Fondy peněžního trhu byly ve třetím kvartále v průměru ziskové. Ke konci listopadu roku

<sup>31</sup> Úplné znění tabulky je v příloze a odkaz na zdroj k nalezení v příloze PIV

2008 se celosvětová aktiva akciových fondů podílela 40ti procenty na celkovém počtu, aktiva dluhopisových fondů tvořila 18 procent, fondy peněžních trhů tvořily 25 procent a zbylých 10 procent ze světového počtu tvořily vyvážené fondy.<sup>32,33,34,35</sup>

Tab. 3 Celosvětový počet podílových fondů v letech 2004-3Q 2008

	2004	2005	2006	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008
<b>SVĚT</b>	<b>54,982</b>	<b>56,868</b>	<b>61,855</b>	<b>64,058</b>	<b>66,35</b>	<b>67,22</b>	<b>68,513</b>	<b>69,477</b>
<b>Amerika</b>	<b>14,064</b>	<b>13,764</b>	<b>14,475</b>	<b>15,094</b>	<b>15,462</b>	<b>16,028</b>	<b>16,309</b>	<b>16,555</b>
<b>USA</b>	<b>8,041</b>	<b>7,975</b>	<b>8,118</b>	<b>8,025</b>	<b>8,029</b>	<b>8,075</b>	<b>8,078</b>	<b>8,045</b>
<b>Evropa</b>	<b>28,764</b>	<b>30,06</b>	<b>33,151</b>	<b>33,639</b>	<b>35,21</b>	<b>35,818</b>	<b>36,118</b>	<b>36,659</b>
<b>ČR</b>	<b>53</b>	<b>51</b>	<b>52</b>	<b>63</b>	<b>66</b>	<b>74</b>	<b>74</b>	<b>75</b>
<b>Asie a Pacifik</b>	<b>11,617</b>	<b>12,427</b>	<b>13,479</b>	<b>14,538</b>	<b>14,847</b>	<b>14,53</b>	<b>15,231</b>	<b>15,391</b>
<b>Afrika</b>	<b>537</b>	<b>617</b>	<b>750</b>	<b>787</b>	<b>831</b>	<b>844</b>	<b>855</b>	<b>872</b>

Zdroj: ICI. *Mutual fund factbook 2004*.<sup>36</sup>

## 1.2 Vývoj kolektivního investování v České republice

Historie kolektivního investování v České republice sahá do období mezi světovými válkami, kde na území První republiky existoval rozvinutý kapitálový trh. Nástup centrálně plánovaného hospodářství za druhé světové války však ukončil činnost Pražské burzy a rozvoj kapitálového trhu byl na čtyřicet let pozastaven. „V roce 1953 došlo ke zrušení závazků a pohledávek z tuzemských cenných papírů v rámci tzv. peněžní reformy a přítomnost kapitálového trhu na našem území byla po čtyřicet let znemožněna,“ uvádí Pavlát<sup>37</sup> a kol.

Na počátku devadesátých let, v období transformace z centrálně plánované ekonomiky na ekonomiku tržní, si Česká republika podle hodnocení Světové banky<sup>38</sup> vedla při obnově kapitálového trhu lépe, než ostatní tranzitní země. Inovativní kuponový privatizační program,

<sup>32</sup> EFAMA. Worldwide Investment Fund Assets and Flows- Trends in the Third Quarter 2008. *International Statistics* [online]. 2009-02-09 [cit. 2009-02-12, 09:22]. Dostupné na [www](http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=73&Itemid=-99):

<[http://www.efama.org/index.php?option=com\\_docman&task=cat\\_view&gid=73&Itemid=-99](http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=73&Itemid=-99)>.

<sup>33</sup> FINK, P., M. *The Rise of Mutual Funds: an Insider's view*. 1. vyd. Oxford University Press, 2008. 320 s. ISBN 978-0-19-533645-0I.

<sup>34</sup> DVOŘÁK, V. Dvacet procent za měsíc nebylo v dubnu výjimečné. *Investování IDNES:CZ* [online]. 2003-05-06 [cit. 2009-02-11, 19:12]. Dostupné na [www](http://finance.idnes.cz/dvacet-procent-za-mesic-nebylo-v-dubnu-vyjimecne-fus-inv.asp?c=A030505_225432_fi_osobni_dvo): <[http://finance.idnes.cz/dvacet-procent-za-mesic-nebylo-v-dubnu-vyjimecne-fus-](http://finance.idnes.cz/dvacet-procent-za-mesic-nebylo-v-dubnu-vyjimecne-fus-inv.asp?c=A030505_225432_fi_osobni_dvo)

<sup>35</sup> Více k problematice doporučuji např. následující článek: HOUGE, T., WELLMAN, J. Fallout from the Mutual Fund Trading Scandal. *Journal of Business Ethics* [online]. 2005, číslo 62 [cit. 2009-02-11; 09:38]. Dostupné na [www](http://www.springerlink.com/content/fq2k782264408148/): <<http://www.springerlink.com/content/fq2k782264408148/>>. ISSN 1573-0697.

<sup>36</sup> Úplné znění tabulky a odkaz na zdroj přiloženo v příloze PV.

<sup>37</sup> PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. *Regulace a dozor nad kapitálovými trhy*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2004. 230 s. ISBN 80-86754-13-8.

<sup>38</sup> THE WORLD BANK. *Czech Republic Toward EU Accession: Main Report*. 1. vyd. Washington: World Bank Publications, 1999. 125s. ISBN 0-8213-4590-7.

určený k převodu majetku vlastněného státem do vlastnictví jiných osob umožnil rychlou privatizaci velkého počtu společností. Za účelem této rychlé privatizace byly představeny v České republice **investiční privatizační fondy** (*dále jen IPF*), **otevřené a uzavřené podílové fondy** (*dále jen OPF a UPF*) a byl navržen regulační rámec kapitálového trhu. Regulační právní rámec upravující podnikání institucí kapitálového trhu umožňoval úniky a ne-transparentní transakce, které částečně bránily efektivitě navrácení očekávaných zisků z privatizace. Liška a kol. ve svém díle<sup>39</sup> rozděluje vývoj kolektivního investování v České republice do tří etap. Za **první etapu** vývoje označuje **období kuponové privatizace**, která proběhla ve třech vlnách mezi lety **1992 a 1999**. *První vlny kuponové privatizace* se v roce 1992 zúčastnilo v Československé federativní republice 8,5 mil. obyvatel, z toho 5,9 mil českých občanů. Ta byla umožněna na základě zákona č. 42/1991 Sb. o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby a dle nařízení vlády ČSFR č. 383/1991 Sb., o vydávání a použití investičních kupónů. V roce 1992 Ministerstvo financí udělilo v souvislosti s kuponovou privatizací licenci 430ti investičním podílovým fondům (*IPF*) a po roce 1992 existovalo na území Československé federativní republiky již 200 investičních společností spravujících 600 podílových fondů. Poptávka byla zajišťována Centrem pro kuponovou privatizaci a Komisí pro stanovení kurzů v jednotlivých kolech zřízenými Ministerstvem financí. Kuponové knížky byly prodávány skrze aukce či *IPF* za jednotnou cenu 1000 Kčs pro československé obyvatele. Po registraci kuponové knížky se stala investičním kuponem představující 1000 investičních bodů. *IPF* byly v první vlně privatizace konstruovány jako korunové podílové fondy uzavřeného typu,<sup>40</sup> spravované akciovými společnostmi na základě speciálního povolení Ministerstva financí. Osobám investujícím prostřednictvím *IPF* byly vydávány akcie. Pokud chtěl investor uzavřený *IPF* opustit, musel svůj podíl prodat na sekundárním trhu. Většina *IPF* však uvedla své akcie na sekundární trh až v roce 1994, kdy započala *druhá vlna kuponové privatizace*, které se zúčastnilo již v nově vzniklé České republice 6,2 mil. obyvatel. Ve druhé vlně byly představeny nově i otevřené a uzavřené podílové fondy (*UPF* a *OPF*) zřízené podle **zákona č. 248/1992 Sb.** o investičních společnostech a investičních fondech (*dále jen ZISIF*) platného s novelizacemi po následujících dalších

<sup>39</sup> LIŠKA, V., GAZDA, J. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0.

<sup>40</sup> Jmenujme např. následující: První investiční akciová společnost (PIAS), Investiční kapitálová společnost Komerční banky (IKS KB), OB Invest, Spořitelní investiční společnost (SIS) či Harvardské investiční fondy HC&C

dvanáct let. *OPF* vznikaly přeměnou z *IPF* za přítomnosti transparentních trhů. *OPF* již umožňovaly přímý odkup podílu investora skrze investiční společnost za hodnotu odpovídající podílu na čisté hodnotě aktiv. *Třetí vlna kuponové privatizace*, která započala v roce 1995, je spojena s podlomením důvěry obyvatel v kapitálové trhy. Došlo k přeměně 77 *IPF*, které tvořily v té době 25 procent všech investičních fondů, **na holdingové společnosti**, a ty již nepodléhaly kontrole plnění požadavků právních norem vztahující se na subjekty kolektivního investování. Tyto přeměny vedly k mystifikaci a ke ztrátě kontroly investorů nad svými investicemi, protože holdingové společnosti již neměly informační povinnost danou zákonem, přestaly diverzifikovat rizika a vymanily se z kontroly depozitáře. V reakci na tyto skutečnosti byl v roce 1997 novelizován *ZISIF* upravující podmínky přeměny investičních fondů na holdingy, který dočasně trhy stabilizoval. V roce 1998 však došlo ke druhé krizi způsobené poklesem českého kapitálového trhu. Vznik **Komise pro cenné papíry (KCP)** podle zákona č. 15/1998 Sb. zodpovědné za dozor nad kapitálovým trhem a další novelizace *ZISIF* č. 124/1998 Sb. poskytující větší ochranu investorům v roce 1998 byly nutností pro znovu obnovení důvěry investorů. Novela mimo jiné přikazovala otevřít všechny uzavřené podílové fondy maximálně do tří let, rozšířila pravidla pro diverzifikaci, zpřesnila informační povinnost o složení investičních portfolií, přesněji definovala obsah statutu fondu, zvýšila povinný minimální základní kapitál a zakázala přeměny *IPF* a investiční společnosti na jiné podnikatelské subjekty. Zákon měl pomoci znovu obnovit ztracenou důvěru v instituce kapitálových trhů, která byla zničena zmíněnými skandály v předchozích letech.<sup>41,42,43</sup>

---

<sup>41</sup> Dopad kuponové privatizace na kolektivní investování měl rozporuplný charakter. Mezi charakteristiky české kuponové privatizace lze jmenovat nestandardní proces vzniku povětšinou uzavřených investičních společností a investičních fondů, přeměna těchto fondů na běžné společnosti nepodléhající regulaci, nabídka úzkého portfolia složeného pouze z akcií zařazených do privatizace, nutnost investorů investovat maximum bodů vedoucí k nákupu jakýchkoliv akcií, samotné nerovnoměrné investování bodů a nikoliv peněz do jednotlivých *IPF* vedoucích ke slučování fondů, nedostatečná ochrana minoritních akcionářů, odhadované vyvedení bezmála 10 až 50 miliard Kč aktiv různými metodami z fondů vlastněných podniků („tunelování“), porušování etických i právních norem, a také neúčinný státní dozor. V souvislosti s kuponovou privatizací bývají uváděny i příklady zjevného oklamání investorů. Jako příklad lze uvést harvardské investiční fondy (HC&C) spojených se jménem Viktor Kožený, které připravily akcionáře o cca 20 miliard korun či korunový fond České národní investiční společnosti, který až v nedávné době vrátil akcionářům maximálně desetinu vložených prostředků. Na druhé straně existují lidé, často samotní vůdcové celého procesu privatizace, kteří zastávají názor, že kuponová privatizace byla nejlepším způsobem, jak rychle a efektivně převést státní majetek do soukromých rukou. „I několik let po skončení kuponové privatizace přetrvává v České republice stále všeobecné zklamání a rozšířené přesvědčení, že několik podílových fondů bylo primárně určeno k vytunelování a k vlastnímu obohacení manažerů těchto fondů,“ uvádí na str. 27 ve své studii Světová banka. K takovému chování fondů vedlo několik zjištěných příčin Světovou bankou, mimo jiné velmi liberální kritéria udělování licencí, nedostatečný státní dozor, limitované předpisy pro odhalování podvodů a velmi slabé pobídky vedoucí k čestnému jednání většiny uzavřených podílových. Zklamání z podvodného jednání podílových /pokračování pozn. na další straně/

Tab. 4 Počet podílových fondů v letech 1995-1998

Investiční společnosti		IPF	Uzavř PF	Otevř PF	PF celkem
1995	n.a.	459	120	38	617
1996	161	254	166	120	540
1997	145	148	161	123	432
1998	112	105	86	145	336

Zdroj: WORLD BANK. *Czech Republic Capital Market Review 1999*

**Druhá etapa vývoje kolektivního investování v České republice, tříbení trhu,** nastala mezi lety **1999 a 2002**. V tomto období došlo k **přelicensování** subjektů kolektivního investování Komisí a k reálnému snížení počtu investičních společností ze 112 v roce 1998 na 31 v roce 1999. V období tříbení trhu začaly hojně vznikat podílové fondy a etapa byla charakteristická nárůstem majetku OPF. Atraktivitu investování do podílových fondů způsobovaly vyšší výnosy fondů peněžního trhu oproti termínovaným vkladům. S KCP začala od roku 1996 spolupracovat Unie investičních společností České republiky (**UNIS ČR**) sdružující investiční fondy a společnosti. Unie přispěla k větší informovanosti o jednotlivých fondech a také představila *Komunikační kodex prezentace a srovnávání výkonnosti otevřených podílových fondů* (v příloze PVI) a *Etický kodex*. Členství investičních společností v UNIS ČR je pro investiční společnosti prestižní záležitostí a deklaruje dodržování nadstandardních, zákonem nevyžadovaných pravidel. UNIS ČR existuje dodnes a sdružuje nejvýznamnější investiční společnosti v České republice.

**Třetí etapa, období otevřených podílových fondů,** započala v roce **2002** a trvá dodnes. Průlomovým rokem ve vývoji českého kolektivního investování byl rok 2004, kdy se Česká republika stala součástí Evropské unie. V platnost vstoupila nová legislativa týkající se kolektivního investování kompatibilní<sup>44</sup> s požadavky Evropské unie, a došlo také k zásadní změně klasifikace fondů podle svého zaměření. **Zákon č. 189/2004 Sb.** o kolektivním investování, nabyt účinnosti 1. května 2004, v den vstupu České republiky do Evropské unie a v

fondů přiměla českou vládu k radikální změně dosavadní strategie v tomto odvětví a výsledkem byla v roce 1998 novelizace ZISIF č. 124/1998 Sb.

<sup>42</sup> LIŠKA, V., GAZDA, J. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0.

<sup>43</sup> THE WORLD BANK. *Czech Republic: Capital Market Review*. 1. vyd. Washington, D. C. : World Bank Publications, 1999. 27 s. ISBN 0-8213-4505-2.

<sup>44</sup> UCTS III Direktiva (Product Directive č. 2001/108/ES a Management Directive č. 2001/107/ES) a povinnost její implementace členských států EU do 13.2. 2004 respektive do 13.2.2007.

platnost vstoupil také zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. V roce 2006 bylo v České republice zaregistrováno celkem **1104 podílových fondů** z nichž 65 procent tvořily fondy domácí. V souvislosti s integrací dohledu nad finančním trhem ukončila ke dni 31.3. 2006 KCP svou činnost a předala dosavadní agendu ČNB. V rámci harmonizace legislativy v Evropské unii došlo k zakotvení *MiFID*<sup>45</sup> do českého práva prostřednictvím národních právních předpisů České republiky, a to především zákonem č. 230/2008 Sb., kterým se novelizoval zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.<sup>46</sup>

### 1.3 Top 5 manažerů kolektivního investování v historii

Za nejlepší manažery podílových fondů v historii vůbec bylo podle čtyř kritérií<sup>47</sup> v článku<sup>48</sup> Daniela Myerse označeno pět manažerů dlouhodobě a pravidelně ziskových fondů. Navždy jim patří nejen zápis do síně slávy finanční historie, ale hlavně obdiv všech investorů.

Nejdříve *fond Benjaminu Grahama (Graham's fund)* po dvacet let dosahujícího ročního zhodnocení 21 procent, který **Benjamin Graham** spravoval společně se svým partnerem Jeromym Newmanem mezi lety 1936 a 1956. Strategií Grahamova fondu byl nákup akcií nacházejících se pod vnitřní hodnotu a jejich aktivní vyhledávání. „*Graham říkával, že investor nejlépe využije své síly k identifikaci podhodnocených akcií...*“, cituje R. G. Hagstrom na str.34 v knize<sup>49</sup> Warrena Buffeta. Největším úspěchem fondu byla investice GEICO s růstem z \$27 na \$54,000 za akcii. *Fond Templeton Growth Fund* byl **Sirem Johnem Templetonem** úspěšně obhospodařován mezi lety 1954 a 1987 s pravidelným ročním

<sup>45</sup> Nově podle MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) mezi hlavní investiční služby patří investiční poradenství, stanovuje podrobnější pravidla pro outsourcing činností či pro zjišťování a řízení střetu zájmů, vedle regulovaného trhu se zavádí mnohostranný obchodní systém, na který se vztahuje méně požadavků, zavádí kategorizaci zákazníků na profesionální a neprofesionální, detailně popisuje, jakým způsobem klienta informovat, jak nakládat s pokyny zákazníka a např. upravuje informační povinnosti obchodníka s cennými papíry vůči České národní bance.

<sup>46</sup> LIŠKA, V., GAZDA, J. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha. Professional Publishing, 2004. 526 s. ISBN 80-86419-63-0.

<sup>47</sup> Kritéria k určení nejlepších dlouhodobě ziskových podílových fondů v historii

1. V úvahu byly brány pouze podílové fondy dostatečně dlouhodobě se pohybující na trhu („Long-term Performers“)
2. Při selekci byly vybrány pouze ty fondy u nichž manažeri fondu dovršili svou kariéru („Retired managers only“)
3. Vyloučeny byly fondy řízené týmy („No team managed funds“)
4. Výhodu měly fondy jejichž top manažeri byly přínosem pro investiční průmysl a kapitálový trh („Contributions“)

<sup>48</sup> MYERS, D. Top 5 All-time Mutual Fund Managers. *Mutual Fund Articles* [online]. 2009-01-29 [cit. 2009-02-06, 12:13]. Dostupné na [www: <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/08/top-mutual-fund-managers.asp>](http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/08/top-mutual-fund-managers.asp).



14,5 procentním zhodnocením. Strategií Templeton Growth fondu byl také *výběr z podhodnocených akcií a uplatňoval i strategii kontrariána*. Sir John Templeton načasoval investice do doby, kdy předmětné aktivum dosáhlo maxima pesimismu.<sup>50</sup> Za nejúspěšnější investice Templeton Growth fondu se označuje nákup akcií společnosti Ford Motor téměř před bankrotem, investice do evropských společností na počátku druhé světové války a investice do japonských akcií v roce 1962. **T. Rowe Price, Jr.** vstoupil na Wall Street v roce 1920. Svůj první fond založil v roce 1950 a po deseti letech dosáhl neuvěřitelného zhodnocení okolo 500 procent. V roce 1960 založil druhý fond *Emerging Growth Fund*, který se stal také velmi úspěšným. Při tvorbě investic kladl důraz na dlouhodobý růst a vnitřní hodnotu akcií. Nakupoval akcie pouze těch společností, které měly *perspektivu dlouhodobého růstu*. Investoval primárně do akcií společností se schopným managementem, označené za průmyslovými lídry atraktivních a dlouhodobých odvětví. Vynikající investicí v jeho kariéře byl nákup akcií Merck v roce 1940 jejíž původní hodnota se dvěstěkrát navýšila za dobu držby, dále nákup akcií Coca-Cola a také nákup akcií IBM. **John Neff** obhospodařoval více než 30 let od roku 1964 tři fondy společnosti Wellington Management, a to *fondy Vanguard's, Windsor a Gemini. Investoval nepřímo do populárních odvětví*<sup>51</sup>. Kladl důraz na vnitřní hodnotu akcií, soustřeďoval se na akcie s nízkým P/E a vysokým dividendovým výnosem.<sup>52</sup> „Nakonec dobré akcie dobrých společností s nízkým P/E přinášející solidní zhodnocení si zasluhují pozornost,“ uvádí John Neff v úvodu své knihy<sup>53</sup>. Okamžitě prodával, když se investici zhoršil fundament, nebo pokud cena dosáhla předem určené cílové hranice. **Psychologie investování** byla jednou z částí úspěšné Neffovy strategie. Klíčovým úspěchem Johna Neffa byla velká investice Windsorského fondu do společnosti Ford Motor Company v roce 1984, v době kdy většina očekávala krach společnosti. Za tři roky se cena akcie zčtyřnásobila, a to z průměrné \$14 ceny akcie na průměrnou cenu \$50. John Neff spravoval fond Wind-

---

<sup>49</sup> HAGSTROM, G., R. *The Warren Buffet Way: investment strategies of the world's greatest investor*. 1<sup>st</sup> edition. New York: John Wiley & Sons, Inc, 1997. 336 s. ISBN 0-471-17750-4.

<sup>50</sup> Např. na počátku druhé světové války Sir John Templeton nakoupil akcie každé veřejné evropské společnosti, která se obchodovala za méně než \$1. Toto udělal s vypůjčenými \$10,000. Za čtyři roky investice prodává za \$40,000 a vydělává \$30,000.

<sup>51</sup> Například v období boomeru stavebního průmyslu investoval do společností dodávajících materiál pro stavební průmysl.

<sup>52</sup> John Neff s oblibou konstruoval „you get what you pay for“ ratio, kdy součet dividendového výnosu a zisku z růstu akcie („what you get“ číslo) a dělil P/E ratiem („what you pay for“ číslo). Např. pokud byl dividendový výnos 5 procent, roční zhodnocení 10 procent a P/E 10 procent, potom „you get what you pay for“ ratio je  $(10+5)/10=1,5$ . Cokoliv nad 1.0 označoval za atraktivní investici.

<sup>53</sup> NEFF, J. *John Neff: on Investing*. 1. vyd. New York: John Wiley & Sons, Inc, 1999. 265 s. ISBN 0-471-41792-0.

sor Fund po 31 let až do roku 1995 s návratností investic 13.7 procent, oproti 10,6 procent S&P 500. Svě umění úspěšných investic zopakoval padesát pětkrát. A v neposlední řadě *Fidelity Magellan Fund*, největší aktivně spravovaný fond na světě, který založil **Peter Lynch**. Peter Lynch se **při správě fondu soustředil na růstová odvětví, na hospodářský cyklus a na fair value**. Lynch je obecně považován za dlouhodobého investora, proslaveného dosahováním pravidelného zhodnocení. Svě investiční schopnosti prokázal správným timingem investic například při koupi akcií Pep Boys Dunkin' Donuts a McDonald's. Proslavila ho také věta: „\$1,000 in Magellan 31. května 1977, bude mít hodnotu \$28,000 do konce roku 1990“.<sup>54</sup>

## 2 PODÍLOVÉ FONDY

Podílový fond je souborem majetku, který náleží všem vlastníkům podílových listů podílového fondu, a to v poměru podle vlastněných podílových listů. Podílový fond není právnickou osobou. Podílový fond může být otevřený nebo uzavřený. K vytvoření podílového fondu je třeba povolení České národní banky. O povolení k vytvoření podílového fondu žádá investiční společnost. Peněžní prostředky shromažďuje do podílového fondu investiční společnost vydáváním podílových listů podílového fondu.<sup>55</sup>

### 2.1 Právní úprava podílových fondů

„V praxi je daleko „nejlepším garančním fondem“ dokonalý dohled a fungující regulační rámec,“ uvádí na str.247 ve svém díle<sup>56</sup> Pavel Kohout. Za dohled nad finančním trhem v České republice je podle zákona č. 6/1993 Sb. zodpovědná **Česká národní banka (ČNB)**. K integraci dohledu nad finančním trhem do ČNB došlo k 1. dubnu 2006, kdy ČNB převzala agendu KCP, která k tomuto datu zanikla. Oblast podílových fondů je v České republice upravována především následujícími právními předpisy<sup>57</sup>:

<sup>54</sup> MYERS, D. Top 5 All-time Mutual Fund Managers. *Mutual Fund Articles* [online]. 2009-01-29 [cit. 2009-02-06, 12:13]. Dostupné na [www: <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/08/top-mutual-fund-managers.asp>](http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/08/top-mutual-fund-managers.asp).

<sup>55</sup> ZÁKON O KOLEKTIVNÍM INVESTOVÁNÍ. Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování §6 [online]. [cit. 2009-03-01; 20:58]. Dostupné na [www: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/kolektivni\\_investovani/cast2.aspx>](http://business.center.cz/business/pravo/zakony/kolektivni_investovani/cast2.aspx).

<sup>56</sup> KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 4. rozšířené vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2005. 292 s. ISBN 80-247-1438-8.

<sup>57</sup> ČNB. Předpisy v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem. Kapitálový trh [online] 2008-02-02 [cit. 2009-03-02, 10:22]. Dostupné na [www: <http://www.cnb.cz/cs/legislativa/leg\\_kapitalovy\\_trh/index.html>](http://www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/index.html).

- MiFID<sup>58</sup> a směrnice Komise 2006/73/ES je zakotvena do českého práva prostřednictvím národních právních předpisů České republiky, zákonem č. 230/2008 Sb., kterým se novelizoval zákon. č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.
- Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice je v České republice aplikovatelné přímo.
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2001/108/ES, kterou se mění a upravuje směrnice Rady č. 85/611/ES o koordinaci zákonů, nařízení a správních předpisů, vztahujících se k podnikům kolektivního investování v převoditelných cenných papírech.
- Zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu.
- **Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování** naposledy novelizovaný **zákony č. 126/2008 Sb. a č. 230/2008 Sb.**, které nabyly účinnosti 1. července 2008.
- **Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu** novelizovaný přijetím zákona č. **126/2008 Sb.**
- Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech.
- Zákon č. 15/1998 Sb., o KCP a o změně a doplnění dalších zákonů.
- Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech.
- Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů.
- Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, vybraná ustanovení (spotřebitelské smlouvy o finančních službách).
- Vyhláška č. 269/2004 Sb., o náležitostech a přílohách žádosti podle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.

---

<sup>58</sup> *MiFID* (Markets in Financial Instruments Directive) je rámcová směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů.. Podrobněji např. viz literatura: CESR. Mifid: průvodce spotřebitele. *Investování do finančních produktů* [online]. 2008 [2009-03-02, 9:52]. Dostupné na [www: <http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/MiFID\\_CESR.pdf>](http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/MiFID_CESR.pdf).

- Vyhláška č. 270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování s účinností od 15.09.2006 novelizováno předpisem č. 431/2006 Sb.
- Vyhláška č. 271/2004 Sb., o informační povinnosti fondů kolektivního investování a investiční společnosti byla zrušena předpisem č. 603/2006 Sb.

Finanční zprostředkovatelé působící na finančním trhu musí pod dohledem ČNB dodržovat platné zákony. V zájmu účastníků těchto trhů je, aby i v oblastech, které zákon neupravuje existovala dobrovolná etická pravidla vymezující hranice férového chování v rámci soutěže o zákazníky. Obsažena jsou v Etickém kodexu a Komunikačním kodexu AKAT<sup>59</sup>. Kodexy tvoří souhrn pravidel, principů, zásad a norem upravujících poskytování investičních a souvisejících služeb ze strany členů a stálých partnerů AKAT.

### 2.1.1 Zdaňování podílových fondů

Zdaňování výnosů z podílových listů se realizuje ve smyslu obecně závazných právních předpisů platných v České republice. V současné době je tímto obecně závazným právním předpisem **zákon č. 586/1992 Sb., o DzP**, ve znění pozdějších změn, a dále platné **mezinárodní smlouvy uzavřené za účelem zamezení dvojího zdanění**. Podílové fondy nejsou novelou zákona o DzP z roku 2008 negativně dotčeny, pokud investor dodrží šestiměsíční test. Chce-li být aktivnější, musí počítat s očištěním dosaženého výnosu o 15ti procentní daň z příjmu. Investování bude nadále výhodné zejména pro dlouhodobě investující investory. To by také mělo být výchozím předpokladem racionálního investora. Česká republika osvobozuje zcela od daně z příjmů tuzemské dividendy vyplácené mateřským společnostem, které mají na dceřině společnosti majetkovou účast ve výši alespoň 20 procent po dobu nejméně dvou let, a do jisté míry tak znevýhodňuje zahraniční podílové fondy.<sup>60</sup>

---

<sup>59</sup> Komunikační kodex je přiložen v příloze. PVI

<sup>60</sup> LANGMAJER, J. Daňová reforma 2008 a její dopady na investory. *Článek Finančních novin* [online]. 2008-03-06 [cit. 2009-03-08]. Dostupný na WWW :<<http://ipoint.financninoviny.cz/danova-reforma-2008-a-jeji-dopady-na-investory-dobre-zpravy-analyza-atlantiku.html>>.

## 2.2 Členění a charakteristiky podílových fondů

Fondy kolektivního investování lze podle kritéria správy členit na fondy spravované aktivně a na fondy spravované pasivně. Cílem **pasivně spravovaných fondů**, tzv. indexových fondů (ETF), je co nejpřesněji kopírovat vybraný index či benchmark. Pasivně spravované fondy mají zpravidla nižší poplatky než fondy řízené aktivně. Snahou **aktivně spravovaných fondů** je aktivními nákupy a prodeji aktiv dosáhnout vyšších výnosů a překonat stanovený benchmark. „S ohledem na to, že se uvádí, že jen 10-25% aktivně řízených fondů dovede překonávat stanovený index (benchmark), je ke zvážení, zda pasivně řízené fondy (indexové fondy) nejsou pro menší investory výhodnější,“ dodává v článku<sup>61</sup> Ivana Šalomonová.

### 2.2.1 Modely fondů podle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování

Zákon č. 189/2004 Sb.<sup>62</sup> vymezuje ve druhé části fondy kolektivního investování. Podílové fondy člení na OPF, UPF, standardní a speciální. V §6 je definován **podílový fond** jako soubor majetku náležící všem podílníkům fondu v poměru vlastněných podílových listů. Podílový fond není podle zákona právnickou osobou a peněžní prostředky shromažďuje do podílového fondu investiční společnost vydáváním podílových listů. Investiční společnost také žádá o povolení k vytvoření podílového fondu a obhospodařuje majetek v podílovém fondu pod svým jménem na účet podílníků. Všechny fondy kolektivního investování obhospodařované investiční společností musejí mít depozitáře<sup>63</sup> podle §22, který spravuje majetek podílového fondu, eviduje veškeré pohyby peněžních prostředků, zajišťuje vypořádání obchodů a provádí kontrolu konání fondu v souladu se zákonem a statutem fondu. Podílový fond může být otevřený nebo uzavřený. V §10 jsou popsány charakteristiky **otevřeného podílového fondu**. OPF nemá omezen počet vydávaných podílových listů. S podílovým listem OPF je spojeno také právo na odkoupení podílového listu investiční společností na žádost jeho vlastníka. Podílový list OPF nemusí mít jmenovitou hodnotu. Součástí názvu OPF je ob-

<sup>61</sup> ŠALOMONOVÁ, Ivana. Aktivně nebo pasivně spravovaný fond? . Investice [online]. 2008-12-04 [cit. 2009-03-01]. Dostupný na WWW: < <http://investice.ihned.cz/c1-31009190-pasivne-nebo-aktivne-spravovany-fond>>.

<sup>62</sup> ZÁKON O KOLEKTIVNÍM INVESTOVÁNÍ. Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování §6 [online]. [cit. 2009-03-01; 20:58]. Dostupné na www: < [http://business.center.cz/business/pravo/zakony/kolektivni\\_investovani/cast2.aspx](http://business.center.cz/business/pravo/zakony/kolektivni_investovani/cast2.aspx)>.

<sup>63</sup> Depozitářem standardního fondu může být:

- a) banka se sídlem na území České republiky, která má v bankovní licenci povolenou činnost depozitáře,
- b) zahraniční banka se sídlem v jiném členském státě Evropské unie, která má pobočku umístěnou na území České republiky a v bankovní licenci povolenou činnost depozitáře..

chodní firma investiční společnosti, která jej obhospodařuje, a označení "otevřený podílový fond". Investiční společnost vydá podílový list OPF za částku, která se rovná jeho aktuální hodnotě vyhlášené ke dni připsání finančních prostředků podílníka na účet fondu. Investiční společnost odkoupí podílový list OPF za jeho aktuální hodnotu vyhlášenou ke dni, ke kterému obdržela žádost podílníka o odkoupení podílového listu nejdéle do 15 pracovních dnů, s použitím majetku v OPF. V §13 je řešena problematika **uzavřeného podílového fondu**. Součástí názvu UPF je obchodní firma investiční společnosti, která jej obhospodařuje, a označení "uzavřený podílový fond". UPF se vytváří na dobu určitou, která musí být uvedena ve statutu. Investiční společnost vydá podílový list UPF za částku, která se rovná jeho aktuální hodnotě vyhlášené ke dni, ke kterému obdržela žádost o jeho vydání. Investiční společnost neodkoupuje podílové listy UPF fondu zpět od podílníků z majetku UPF. **Standardní fond** může mít podle §24 podobu pouze OPF. Přeměna standardního fondu na speciální fond je nepřípustná. **Speciální fond** podle §49 - §58 může mít formu investičního fondu, IPF, OPF nebo UPF. Speciální fondy se rozlišují podle druhu majetku, do kterého převážně investují, na **speciální fondy cenných papírů, speciální fondy rizikového kapitálu, speciální fondy nemovitostí, speciální fondy derivátů, speciální fondy fondů, speciální fondy zvláštního majetku a speciální fondy smíšené**. Zákon uvádí v §39 i možnost poskytování služeb zahraničními investičními společnostmi v ČR. **Zahraniční standardní či speciální fond**, který hodlá veřejně nabízet cenné papíry v ČR, musí mít uzavřenou smlouvu s bankou, která má sídlo na území ČR, nebo se zahraniční bankou, která má pobočku umístěnou na území ČR.<sup>64</sup>

### 2.2.2 Metodika klasifikace fondů závazná pro členy AFAM ČR

Metodika klasifikace fondů závazná pro členy **Asociace fondů a asset managementu ČR (AFAM ČR)** byla vypracována na základě metodologie, kterou vydala **Evropská federace fondů a asset managementu (EFAMA)** pro své členy. Klasifikace fondu je vždy vyjádřena třemi složkami s tím, že jedna složka určuje riziko trhu, druhá složka riziko geografické a třetí informuje, zda jde o fond zajištěný, přičemž na pořadí složek nezáleží. Členové AFAM

<sup>64</sup> POLÁCH, J., KAMENÍKOVÁ, B. *Základy peněžních a kapitálových trhů*. 2. vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2006. 168 s. ISBN: 80-7318-505-9.

ČR mohou v názvu používat i jiné pojmy, ale pouze za předpokladu, že budou náležitě vystihovat typ fondu a nepovedou k možnosti záměny.

**Podle první složky, rizika trhu**, jsou fondy rozdělovány na akciové, dluhopisové, peněžního trhu, smíšené, fondy fondů, speciální fondy nemovitostí a na speciální fondy kvalifikovaných investorů. **Akciové fondy** jsou fondy trvale investující na akciovém trhu minimálně 66 procent aktiv. Akciové fondy zahrnují i fondy indexové a garantované, vázané na akciové indexy. Doplnkově se stanovuje, zda fond patří do kategorie sektorových fondů, která zahrnuje akciové fondy investující výhradně do určitého ekonomického sektoru. Investiční horizont bývá stanoven minimálně na 5 let. U akciových fondů je očekáváno vyšší zhodnocení za cenu vyššího rizika. Váha akcií v portfoliu by se měla řídit podle rizikového profilu konkrétního investora. **Dluhopisové fondy** jsou fondy trvale investující na trhu dluhopisů, a to především do dluhopisů státních a podnikových. Doplnkové investování do akcií nesmí překročit 10 % aktiv fondu. Dluhopisové fondy zahrnují i indexové a garantované fondy vázané na obligacioní indexy. Od dluhopisových fondů bývá v delším horizontu očekáváno překonání fondů peněžního trhu. **Fondy peněžního trhu** investují na trhu dluhopisů anebo na peněžním trhu. Celková modifikovaná durace nesmí překročit hodnotu 1, při překročení tohoto limitu je fond klasifikován jako fond dluhopisový. Fondy peněžního trhu jsou vhodné pro konzervativnější investory a pro krátkodobé investování s horizontem 0,5 až 1 rok. Výnos bývá mírně nad úrovní termínovaných vkladů. **Smíšené fondy** investují do různých aktiv na různých trzích a nejsou stanoveny limity pro podíl akcií či dluhopisů. **Fondy fondů** trvale investují minimálně 66 procent aktiv do podílových listů a akcií fondů. Doplnkově se fondy fondů rozdělují podle toho, do jakých fondů investují, na převážně akciové, převážně dluhopisové a smíšené. **Speciální fond nemovitostí** investuje do nemovitostí či nemovitostních společností minimálně 51 procent hodnoty majetku fondu. K této činnosti musí mít povolení ČNB. **Speciální fond kvalifikovaných investorů** musí také vlastnit povolení vydávané ČNB. Správce fondu může tento typ fondu dále identifikovat ve vztahu k převažujícím aktivům fondu, jako například fond rizikového kapitálu, fond nemovitostních investic, fond pohledávkový, fond komoditní, fond derivátový (hedge fond) nebo další dle uvážení správce. **Podle druhé složky, tedy podle geografického rizika** a s ním spojeného měnového rizika se fondy podle AFAM ČR člení na fondy v České republice, v eurozóně, v Severní Americe, v Asii a Pacifiku, v ostatních regionech, na fondy globální částečně nebo zcela investující mimo uvedené regiony anebo na fondy investující do více regionů. **Pro akciové fondy** je

geografická příslušnost definována podle sídla emitenta akcií. Investice do akcií mimo danou kategorii nesmí překročit 10 procent aktiv fondu. Pro **dluhopisové fondy** je geografická příslušnost definována podle měny aktiv. Investice do měn zemí mimo danou kategorii nesmí překročit 10 procent aktiv fondu. Při zařazení fondu je zohledněno zajištění proti pohybu kursu jednotlivých měn. Pro **fondy peněžního trhu** je geografická příslušnost definována podle měny aktiv. Investice do měn zemí mimo danou kategorii jsou vyloučeny. Při zařazení fondu je zohledněno zajištění proti pohybu kursu jednotlivých měn. Pro **smíšené fondy** je geografická příslušnost definována podle sídla emitenta akcií a vzhledem k celkovému měnovému riziku. Investice do měn a akciových trhů zemí mimo danou kategorii nesmí překročit 10 procent aktiv fondu. Pro **fondy fondů** je geografická příslušnost je definována podle geografického rizika fondů. Investice do podílových listů a akcií mimo danou kategorii nesmí překročit 10 procent aktiv fondu. Pro **speciální fondy nemovitostí** se geografická příslušnost definuje podle sídla nemovitostní společnosti nebo umístění nemovitostí. Investice do nemovitostí nebo nemovitostních společností mimo danou kategorii nesmí překročit 10 procent aktiv fondu. **Třetí složkou** klasifikace AFAM ČR je označováno, zda se jedná o fond **zajištěný či nezajištěný**. Fond je považován za zajištěný, pokud je nabízen správcovskou společností jako zajištěný nebo garantovaný.<sup>65,66</sup>

### 2.3 Výhody a nevýhody podílových fondů

*„Intuitivně asi tušíte, že pokud jednotlivec má k dispozici 100 000 Kč, za které si může koupit 1 akcii podniku A a jeden dluhopis podniku B, bude jeho individuální portfolio méně vyváжено než kdyby svůj majetek spojil s dalšími 999 lidmi se stejnou sumou peněz. Společně by pak investovaly obrovský majetek v hodnotě 100 milionů korun, za nějž by mohli pořídít řádově desítky různých titulů akcií a dluhopisů, nehledě na možnost jejich širšího výběru,“*  
uvádí na str.58 ve své ve své knize<sup>67</sup> Petr Syrový a kol.

<sup>65</sup> AFAM ČR. Metodika klasifikace fondů závazná pro členy AFAM ČR *Metodika klasifikace* [online]. [cit. 2009-03-02, 11:42]. Dostupné na [www: <http://www.akatcr.cz/download/53-metodika\\_klasifikace\\_20060613.pdf>](http://www.akatcr.cz/download/53-metodika_klasifikace_20060613.pdf).

<sup>66</sup> POLÁCH, J., KAMENÍKOVÁ, B. *Základy peněžních a kapitálových trhů*. 2. vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2006. 168 s. ISBN: 80-7318-505-9.

<sup>67</sup> SYROVÝ, P., NOVOTNÝ, M. *Osobní a rodinné finance*. 2. aktualiz. vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2005. 58 s. ISBN 80-247-1098-6.



Investování skrze podílové fondy poskytuje individuálním investorům řadu výhod a nevýhod, které jsou dány společnou participací podílníků na všech výnosech a ztrátách fondu.

Začněme nespornou **výhodou** kolektivního investování, kterou je zprostředkování širokých investičních možností i velmi malým investorům. K základním výhodám kolektivního investování Steigauf<sup>68</sup> řadí diverzifikaci investic, odbornou správu realizující pravidelné ekonomické a finanční reporty, zajištění likvidity ve smyslu povinností fondu odkoupit podíly investora za cenu rovnající se současné hodnotě vlastního kapitálu fondu připadajícího na jeden podíl a vydání peněz investorovi maximálně do 30-ti dnů od doručení žádosti o odkup. Dále jako výhodu uvádí dostupnost nabízených služeb, provedení výměny podílů fondu za podíly jiného na žádost investora, využití alternativy pravidelného investování ve formě spoření s pravidelnými velmi nízkými i stokorunovými vklady, zpřístupnění evidence všech transakcí investora, zpřístupnění aktuálních cen podílů k dennímu sledování či možnost využít techniku Dollar-cost-averaging měnící vzestupy a poklesy trhu v podstatě na výhodu pravidelným měsíčním či čtvrtletním investováním určité konstantní sumy peněz. Na str.20 dodává<sup>79</sup>: „...možnost výměny podílů jednoho fondu za jiný, tzv. switch fondy... Například v čase, když kurzy akcií klesají, investor může přestoupit z akciového fondu do bezpečnějšího přístavu, např. fondu peněžního trhu v rámci stejné rodiny.“ Daniel Gladiš ve svém díle<sup>69</sup> na str.144 uvádí následující výhody kolektivního investování: „Podílové fondy jako nástroje kolektivního investování shromažďují peníze podílníků a investují je do cenných papírů. Tyto fondy poskytují investorům výhodu diverzifikace a profesionálního managementu...Podílové fondy jsou výborným způsobem, jak se aktivně zapojit do kapitálového trhu především pro ty investory, kteří mají menší částky, nemají čas na to, aby se sami starali o své investice, nebo si na to netroufají.“ KCP doplňuje výčet výhod ještě o daňové zvýhodnění oproti bankovním vkladům, kdy investor při zpětném prodeji podílových listů po šesti měsících od jejich koupě neplatí jako fyzická osoba daň ze zisku vzniklého mezi cenou podílového listu při nákupu a cenou při zpětném prodeji. S investováním prostřednictvím podílových fondů je spojena také řada **nevýhod**, které by měl každý investor než se rozhodne investovat peněžní prostředky formou fondů zvážit. U podílových fondů jsou obchody realizovány na základě rozhodnutí portfolio managera a klient nemá možnost jeho rozhodnutí jakkoliv ovlivnit. In-

<sup>68</sup> STEIGAUF, Slavomír. *Fondy: jak vydělávat pomocí fondů*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2003. 18-20 s. ISBN 80-247-0247-9.

vestiční svázanost způsobuje, že zkušenější investor nemůže ovlivnit investiční strategii fondu. Absence garance výše výnosu, častá kolísavost výnosu, nezaručenost plné návratnosti původně investované částky, vstupní, obhospodařovací a v některých případech i výstupní poplatky snižující potenciální výnos, to jsou hlavní nevýhody. Navíc investice do fondů na rozdíl od bankovních vkladů nepodléhají zákonné ochraně vkladů a ani žádná regulace či zákonná úprava nesnižuje riziko poklesu hodnoty investic. Velmi významnou nevýhodou při investování do podílových fondů je i nesnadný výběr v budoucnu ziskových PF. Při výběru budoucích výnosných fondů se investoři ztrácejí v moři nabídky fondů s vědomím, že mezi historickou a budoucí výkonností správců fondů neexistuje žádný použitelný vztah.<sup>70,71,72</sup>

## 2.4 Finanční rizika podílových fondů

„Rizika jsou nevyhnutelným komponentem veškeré aktivity,“ uvádí<sup>73</sup> na str.15 Josef Jílek.

Finanční riziko, obecně definované jako potenciální finanční ztráta subjektu, je přítomné na všech finančních trzích. Mezi hlavní finanční rizika Josef Jílek řadí zejména riziko úvěrové, tržní, likvidní, operační a obchodní. Je nutné o těchto rizicích vědět, důkladně je analyzovat a následně začít efektivně řídit.<sup>74</sup>

### 2.4.1 Klasifikace finančních rizik

**Úvěrové riziko** (*credit risk*) spočívá v riziku ztráty ze selhání partnera -dlužníka tím, že nedostojí svým závazkům v kontraktu, a tím věřiteli přivodí ztrátu. S úvěrovým rizikem těsně souvisí **přímé úvěrové riziko** (*direct credit risk*), **riziko úvěrových ekvivalentů** (*credit equivalent exposure*), **vypořádací riziko** (*settlement risk* představující riziko ztráty ze selhání procesu vypořádání) a **riziko úvěrové angažovanosti** (*large credit exposure risk*), čili

---

<sup>69</sup> GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. 1. vyd. 156 s. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2004. ISBN 80-247-0709-8.

<sup>70</sup> KOMISE PRO CENNÉ PAPÍRY. Umění investovat. *Brožura* [online]. 2004-12-02 [cit. 2009-03-07, 19:27]. Dostupné na [www: <http://www.akatcr.cz/public/vypisUniversal.do?typZpravy=8>](http://www.akatcr.cz/public/vypisUniversal.do?typZpravy=8).

<sup>71</sup> SYROVÝ, P., NOVOTNÝ, M. *Osobní a rodinné finance*. 2. aktualiz. vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2005. 58 s. ISBN 80-247-1098-6.

<sup>72</sup> STEIGAUF, Slavomír. *Fondy: jak vydělávat pomocí fondů*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2003. 18-20 s. ISBN 80-247-0247-9.

<sup>73</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční rizika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, s. r. o., 2000. 640 s. ISBN: 80-7169-579-3.

<sup>74</sup> ARLT, J., ARLTOVÁ, M. *Finanční časové řady*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2003. 220 s. ISBN 80-247-0330-0.

riziko ztráty z angažovanosti vůči zemi, ekonomickému sektoru apod. Řízení úvěrového rizika je prioritním zájem bankovních dohledů. Vnitřní úvěrové hodnocení spočívá v úvěrových analýzách institucí s monitoringem individuální úvěrové angažovanosti vůči zemím, odvětvím, nástrojům, apod.. Vnější úvěrovým hodnocením se zabývají ratingové agentury. **Tržní riziko** (*market/price risk*) představuje riziko ztráty ze změn tržních cen. Dle tržních změn podkladových aktiv se tržní riziko rozděluje na *úrokové riziko* (*interest rate risk*), *akciové riziko* (*equity risk*), *komoditní riziko* (*commodity risk*) a *měnové riziko* (*currency risk*). Tržní riziko je důsledkem obchodování instituce a také důsledkem aktivit spojených s řízením aktiv a pasiv na finančních trzích. Kategorie finančních rizik odpovídají kategorii finančních trhů. Úrokové riziko je spjato s peněžním a kapitálovým trhem, akciové riziko s kapitálovým trhem, komoditní riziko s komoditními trhy a měnové riziko s měnovými trhy včetně trhů s dluhopisy, akciemi a komoditami v cizích měnách. K tržním rizikům se dále řadí *korelační riziko* (*correlation risk*) a *riziko úvěrového rozpětí* (*credit spread risk*). **Likvidní riziko** (*liquidity risk*) spočívá v riziku ztráty v případě momentální platební neschopnosti a v případě malé likvidity. U *tržního rizika likvidity* (*market liquidity risk*) jde o riziko malé likvidity trhu s finančními nástroji zabraňující likvidaci pozic. Nepřítomnost likvidity na trhu s předmětnými aktivy způsobuje, že o nástroje portfolia nemusí být na trhu zájem. Likvidní riziko je obvykle vyšší u složitějších nástrojů. *Riziko financování* (*funding risk*) znamená riziko neschopnosti zajistit hotovost na portfolio aktiv a pasiv. Součástí řízení rizika je silná kapitálová pozice umožňující získat prostředky za rozumnou cenu na mezinárodních finančních trzích. Oddělení řízení rizik analyzuje likviditu obchodního portfolia jako součást analýzy celkového rizikového profilu instituce. **Operační riziko** (*operational risk*) zahrnuje *transakční riziko* (*transaction risk*), *riziko operačního řízení* (*operation control risk*) a *riziko systémů* (*systems risk*). Ze své podstaty je riziko obtížné kvantifikovat. K řízení operačních rizik je vhodné zavést vnitřní audit a použít pro případy nahodilých událostí záložních systémů. **Obchodní riziko** (*business risk*) se klasifikuje jako *právní riziko* (*legal risk*), *riziko změny úvěrového hodnocení* (*credit rating risk*), *reputační riziko* (*reputation risk*), *daňové riziko* (*taxation risk*), *riziko měnové konvertibility* (*currency convertibility risk*), *riziko pohromy* (*disaster risk*) a *regulační riziko* (*regulatory risk*). Pro řízení právního rizika je nutné mít odpovídající znalosti o daňových zákonech a interpretacích. **Systemové riziko** (*systemic risk*) spočívá v riziku způsobení přenosu potíží kvůli neschopnosti jedné instituce splnit své závazky. Jiné instituce nebudou schopny kvůli prodlení ne-

solventnosti předchozí instituce plnit své závazky včetně závazků vypořádacích. Selhání může ohrozit stabilitu finančních trhů a může vést k posílení tržní volatility. Ochrana před tímto rizikem je úkolem regulátorů a centrálních bank. Příkladem dopadu rizika byla záchra- na hedžového fondu LTCM organizovaná americkým Fedem.<sup>75</sup>

#### 2.4.2 Metody měření výkonnosti při zohlednění finančních rizik

Rizikovitost fondu lze standardně měřit **anualizovanou volatilitou hodnoty kurzů** na konci měsíce počítaná na periodě posledních tří let. Matematicky se jedná o směrodatnou odchylku 36 měření od jejich průměru. Přitom platí, čím nižší volatilita kurzu fondu, tím nižší riziko a tím lépe pro investora, neboť tržní hodnota jeho majetku ve fondu je v čase stálejší. Zjednodušeně lze volatility jednotlivých fondů porovnat pomocí vykreslení vývoje kurzu fondů v čase. Prakticky to lze provést převedením kurzů jednotlivých sledovaných fondů tak, aby dostali procentní nárůsty a poklesy za jednotlivé měsíce společný základ. Avšak tímto způsobem lze porovnávat pouze fondy se stejným benchmarkem a stejným investičním stylem. Je nutné mít na paměti, že nižší volatilita může znamenat menší výkonnost a obráceně. **Ukazatel Jensen Alpha (JA)** měří, jak se dokáže manažer fondu vypořádat se systematickým rizikem trhu. Měří schopnost portfolio manažera zvyšovat aktivní správou výnosy fondu nad výnos daný prostým kopírováním indexu. Jestliže je výsledek záporný, je jeho aktivní správa neúspěšná. Lze jej vypočítat podle vzorce:

$$JA = R - (R_f + \beta \cdot (R_m - R_f))$$

Dosažená procentní roční výkonnost fondu ( $R$ ) je ve výpočtu porovnávána s bezrizikovým výnosem ( $R_f$ ), kterého mohlo být během daných tří let dosaženo, s *výkonností celého benchmarku-indexu* ( $R_m$ ). Do výpočtu vstupuje *i citlivost kurzu fondu na pohyby celého trhu (koeficient beta)*. Koeficient beta udává o kolik procent se změní tržní cena aktiva, pokud se změní cena příslušného indexu. **Sharpe Ratio** informuje o tom, který fond přinesl investorům nejvyšší výnos na jednotku celkového rizika včetně diverzifikace v rámci portfolia fondu. Sharpe Ratio je bezrozměrnou veličinou porovnávající dvě hodnoty. Vyšší číslo znamená vyšší výnos na jednotku celkového rizika při srovnání s benchmarkem. Sharpe ratio lze spočítat podle vzorce:

$$SR = \frac{R - R_f}{\sigma_m}$$

<sup>75</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční rizika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, s. r. o., 2000. 640 s. ISBN: 80-7169-579-3.

Kde ( $sm$ ) je anualizovaná směrodatná odchylka měsíčních výkonností fondu v procentech. Tento ukazatel nezohledňuje asymetrické riziko, a proto je nevhodný pro porovnávání rizik hedge fondů, kde by mohlo dojít ke zkreslení. **Information Ratio (IR)** vyjadřuje, jak si vede fond v porovnání s benchmarkem při zohlednění rizika, které s v tomto případě měří směrodatnou odchylkou rozdílu měsíčních výkonností fondu a benchmarku. Čím vyšší hodnota, tím je portfolio manažer oproti benchmarku úspěšnější. Kladný výsledek IR znamená, že fond svou výkonností na dané periodě překonal index. Nízká absolutní hodnota znamená, že portfolio manažer řídí fond spíše pasivně (kopíruje index). IR lze vypočítat podle vzorce:

$$IR = \frac{R - R_m}{\text{Tracking error}}$$

*Tracking error* je anualizovaná směrodatná odchylka rozdílu měsíčních výkonností fondu a benchmarku. U těchto metod musí mít investor na paměti, že minulá výkonnost v žádném případě nezaručuje výkonnost budoucí. Existují také přístupy k posuzování a výběru podílových fondů vedoucí k eliminaci ztráty z nevhodného výběru fondu uvedené v další podkapitole. Metod pro měření finančních rizik je více, avšak v současnosti je velmi obtížné finanční rizika kvantifikovat a predikovat, protože některé platné mechanismy během hospodářské krize přestaly fungovat, uvedla ČNB v úterních zprávách ČT1 dne 11. března 2009.<sup>76</sup>

## 2.5 Přístupy k posuzování a výběru podílových fondů

*„Snaha najít ty nejvýkonnější fondy v sobě nese riziko. Historie finančních trhů ukazuje, že fondy, pokud jsou zdravě a rozumně řízené, mohou generovat v průběhu let přinejlepším jen o něco málo vyšší výnosy než průměrné výnosy. Pokud jsou řízeny nezdravě a nerozumně, mohou generovat v průběhu let silně nadprůměrné iluzorní výnosy, které následně vystřídá katastrofický propad. V historii existovaly fondy generující nadprůměrné výnosy i po deset a více let, ale byly to pouze vzácné výjimky,“* uvádí na str. 211 ve své knize B. Graham.

### 2.5.1 Přístup k posuzování podílových fondů podle B. Grahama

**B. Graham** radí posuzovat u fondů nejdříve nákladovost fondu, dále vyhodnotit rizika, zjistit reputaci manažerů a až v poslední řadě hodnotit fond podle minulé výkonnosti. Tedy nejprve doporučuje nalézt nízkorozpočtový<sup>77</sup> podílový fond jehož manažeri jsou zároveň hlav-

<sup>76</sup> FONDSHOP.CZ. Měření výkonnosti fondu při zohlednění rizika [online]. 2006-01-25 [cit. 2009-03-12, 14:27]. Dostupné na [www: <http://www.penize.cz/17775-mereni-vykonnosti-fondu-pri-zohledneni-rizika>](http://www.penize.cz/17775-mereni-vykonnosti-fondu-pri-zohledneni-rizika).

<sup>77</sup> Graham a stejně tak i Warren Buffett velebili indexové fondy jako nejlepší volbu pro opatrného individuálního investora.

ními akcionáři investiční společnosti. Dále radí ocenit rizika na základě prospektu fondu, který by měl obsahovat nejhorší ztráty za kalendářní čtvrtletí. Teprve poté doporučuje využít rating od ratingových agentur a až v poslední řadě vyhodnotit minulou výkonnost fondu. Před výběrem fondu je také doporučováno nejdříve zvážit výši podstupovaného rizika, potřebnost investovaných peněžních prostředků v případě nečekané události, výši poplatků s investicí spojených, do jakých cenných papírů fond investuje, jaké jsou cíle podílového fondu, jaké jsou způsoby rozdělování výnosů fondu, výši kapitálu fondu, historii fondu, velikost fondu a pověst investiční společnosti.<sup>78</sup>

### 2.5.2 Přístupy k posuzování podílových fondů podle KCP

Je důležité zvolit fond na základě **investiční strategie** a na základě **podkladových aktiv**, kterému investor rozumí a věří. Při volbě podílových fondů podle investora, je vhodné zvážit **investiční horizont** a také o jaký **typ investora se ve vztahu k riziku** jedná. Při dlouhodobém investičním horizontu, tři a více let, lze využít fondy akciové a smíšené. Při investičním horizontu tři a méně let lze volit například z fondů dluhopisových. Nepřesahuje-li investiční horizont 1 rok, doporučuje se volit z fondů peněžního trhu, které nabízejí stabilní míru investice. Investorům krátkodobě akceptujícím i více než 30ti procentní pokles své investice, lze doporučit akciový fond. Pro investory akceptující střední míru rizika bývá doporučován smíšený fond nebo fond fondů. Pro investory akceptující pouze podprůměrné riziko jsou určeny dluhopisové fondy a fondy zajištěné. Fondy peněžního trhu jsou vhodné pro konzervativní investory a jsou alternativou k termínovaným vkladům. Klientům požadujícím nulové riziko je doporučováno neinvestovat vůbec. Standardní fondy dodržují limity pro omezení rizik, které jsou v některých případech přísnější než u fondů speciálních a speciální fondy již předpokládají pokročilejší míru zkušeností investora. Vzhledem k rizikovosti speciálních fondů je u některých z nich stanovena i povinná minimální výše vstupní investice. Je vhodné zvážit, zda nevyužít **postupné investování drobných částek**, které je pro investora bezpečnější než jednorázové investování větší částky, a umožňuje rozložit riziko v čase. Při výběru fondu často investoři hodnotí pouze **minulá výkonnost**, přestože minulá výkonnost není zárukou budoucích výnosů. *Nejjednodušším ukazatelem minulé výkonnosti je průměrná roční výkonnost za poslední tři roky.* Tuto informaci lze najít v pravidelných newsletterech fon-

<sup>78</sup> GRAHAM, Benjamin, ZWEIG, Jason. *Inteligentní investor*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a. s., 2007. 503 str. ISBN 8024717921.

dů nebo v tisku. Nejdůležitější částí při výběru fondů je dodržet pravidlo **diverzifikace** a nevkládat veškeré peněžní prostředky určené k investování pouze do jednoho typu fondu, protože alokace aktiv mezi hlavní typy cenných papírů, tedy akcie, obligace a peněžní instrumenty, je důležitá. Může být moudré investovat do několika typů fondů a rozložit tak riziko volatility výkonnosti různých typů fondů. Při výběru fondu je důležité zvážit i současnou **ekonomickou situaci země a stav finančních trhů**. Při býčím trendu na akciových trzích se doporučuje investovat část investic do akciových fondů. Naopak, pokud je na akciových trzích přítomný medvědí trend a současně dochází ke snižování úrokových sazeb, je lépe volit například fondy dluhopisové a fondy peněžního trhu. Riziková složka portfolia je v určité míře nezbytná, protože není vázána na úrokové sazby a na inflaci jako je to u produktů s nízkým rizikem. V případě portfolia složeného pouze z konzervativních produktů se výnos znehodnocuje o inflaci a skutečná hodnota peněz se příliš nemění.<sup>79</sup>

### 2.5.3 Rating a scoring podílových fondů

Přestože by mělo být podle B. Grahama posuzování fondů na základě ratingu až předposledním krokem, často tomu tak u drobných investorů není, pro které je obtížné se v nabídce fondů vyznat. Pro mnohé investory je **rating** při výběru dokonce klíčovým faktorem, jak prokázaly četné studie. Předpokládají, že fond, který se ve své kategorii umístil dobře, zůstane dobrý<sup>80</sup>. V České republice se ratingem zabývá společnost CRA Rating Agency, později přejmenovaná na Moody's Central Europe, která je jedinou pobočkou agentury Moody's ve střední Evropě. Rating se provádí na zakázku investiční společnosti, pro kterou dobrá známka znamená zvýšení prestiže a dobrého jména. Za rating zaplatí investiční společnostem vysokými náklady. U ratingu se dává do poměru výkonnost a volatilita fondu porovnávaného s benchmarkem, dále se hodnotí kvalita a složení managementu fondu, celý investiční proces, řízení rizik, a také například přístup k zákazníkům. Hodnotí se doba překonávání benchmarku, stabilita výnosu, rizikovost fondu a částečně rating ovlivňují i zkušenosti portfolio manažera. Kritické ratingu tvrdí, že rating nedokáže rozlišit mezi nadvýkonností a výkonností, mezi alfou a betou a proto nevypovídá nic o minulé úspěšnosti

<sup>79</sup> KOMISE PRO CENNÉ PAPÍRY. Umění investovat. *Brožura* [online]. 2004-12-02 [cit. 2009-03-07, 19:27]. Dostupné na [www.<http://www.akatcr.cz/public/vypisUniversal.do?typZpravy=8>](http://www.akatcr.cz/public/vypisUniversal.do?typZpravy=8).

<sup>80</sup> Investoři často připisují ratingům prediktivní schopnost, a to i těm, které jsou založeny pouze na kvantitativní analýze minulosti, například ratingy agentur Morningstar a Lipper. Ve světě působí mezinárodní ratingové agentury, například agentura Standard & Poor's, Moody's, Morningstar nebo Fitch.

fondů a nemá ani prediktivní sílu. Pokud bylo dobré umístění konkrétního fondu způsobeno převážně alfou, není jisté, zda bude kvalitní práce portfolio manažera pokračovat. Mohl mít prostě jen štěstí. Tvrdí, že pokud bylo dobré umístění fondu způsobené převážně betou, pokračoval by úspěch fondu ve skupině pouze pokud by trh nadále přál dané investiční strategii. Jakmile začne být tato investiční strategie či část trhu v nemilosti, propadne se i výkonnost fondu, dodávají. Poukazují také na konflikt zájmů a tvrdí, že fondy si „áčka“ kupují, protože agentura s k fondu chová jako k platícímu klientovi. Prediktivní síla ratingu byla zpochybněna i statisticky, protože drtivá většina pětihvězdičkových fondů si svých pět hvězdiček dlouhodobě neudržela. Více je ratingovým agenturám věnována další kapitola.

**Tab. 5** Hodnocení fondů ratingovými agenturami

	<b>A</b> ***** +++++	<b>B</b> **** ++++	<b>C</b> *** +++	<b>D</b> ** ++	<b>E</b> * +
<b>Standard &amp; Poor's</b>	nejlepších 10%	nejlepších 11-30%	nejlepších 31-50%	dalších 25%	nejhorších 25%
<b>Morningstar</b>	nejlepších 10%	dalších 22,5%	dalších 35%	dalších 22,5 %	nejhorších 10%
<b>Feri Trust</b>	velmi dobré	dobré	průměrné	podprůměrné	slabé

Zdroj: INVESTICE.CZ. Ratingové agentury u fondů.

**Scoring** je mnohem jednodušším a méně vypovídajícím ukazatelem než rating, protože bere při hodnocení všech fondů v jednotlivých skupinách pouze základní informace o fondu, o minulé výkonnosti a její volatilitě, a nebývá prováděn nezávislou společností. A právě minulá výkonnost může být pro investory v mnohých případech zavádějící.<sup>81 82</sup>

### 2.5.3.1 Světové ratingové agentury

„Je jich jenom hrstka a mají velikou moc,“ bylo uvedeno v článku<sup>83</sup> ČT24.

Jejich radami se řídí investoři po celém světě a dle jejich doporučení přesouvají miliardy dolarů. Známkou potřebuje každý subjekt, který chce do světa financí. Jejich sílu pocítila nedávno i Česká republika, když byl tuzemský bankovní sektor označen agenturou Moody's za nespolehlivý a index PX se 16. února 2009 v bezprostřední reakci zřítíl na pětileté minimum. Ratingové agentury, mezi které patří například společnosti Moody's či Standard & Poor's, se potýkají s kritikou, že v minulosti podcenily riziko, které se vázalo k obrovským objemům

<sup>81</sup> STUHLÍK, R. Který fond byl, a který bude nejlepší? *Článek Fondshop.CZ* [online]. 2008-12-10 [cit. 2009-03-08, 16:27]. Dostupné na www: < <http://www.finexpert.cz/Autori/Ktery-fond-byl-a-ktery-bude-nejlepsi/sc-48-sr-1-a-22530/default.aspx>>.

<sup>82</sup> KUČHTA, D. Rating pomůže při výběru, ale dobrou výkonnost nezajistí. *Články IDNES.CZ* [online]. 2007-07-06 [cit. 2009-03-06, 10:27]. Dostupné na www: < [http://finance.idnes.cz/fi\\_blind.asp?c=A070704\\_153515\\_fi\\_osobni\\_dku](http://finance.idnes.cz/fi_blind.asp?c=A070704_153515_fi_osobni_dku)>.

<sup>83</sup> ČT24. (Ne)omylné ratingové agentury stále hýbou finančním světem [ online]. 2009-02-23 [cit. 2009-03-08, 16:50]. Dostupné na www: <<http://www.ct24.cz/ekonomika/46556-ne-omylné-ratingové-agentury-stále-hýbou-financním-svetem/>>.



hypotečních úvěrů bank a mají tak *podíl na světové finanční krizi*. Problematika spolehlivosti ratingů renomovaných agentur je v současné době předmětem zájmu veřejnosti. Z diskuzí týkajících se úlohy ratingových agentur při stanovení ratingů CDO s podkladovými aktivy v podobě amerických subprime hypoték vyplývá, že nelze vyloučit potenciální konflikt zájmů a možnost nadhodnocení některých emisí. Ratingové agentury se brání, že v době přidělování ratingů neměly dostatek informací a pochybení přikládají i straně investorů, kteří si včas neuvědomili podstatu ratingu vyjadřující pouze stupeň kvality platební schopnosti, který není schopen zachytit tržní ani likviditní rizika a slouží a informuje pouze o minulém vývoji, nikoliv budoucím. Výsledek sofistikovaných analýz shrnutý do jednoho symbolu mohl tedy vést k nesprávnému pochopení a interpretaci ze strany investorů. Agentury si dále stěžují, že investoři často připisují ratingům prediktivní schopnost, a to i těm, které jsou založeny na kvantitativní analýze minulosti. Kritici však tvrdí, že rating neinformuje ani o minulém úspěchu subjektu, protože dochází ke srovnávání nesrovnatelného z důvodu nehomogenity subjektů. Agentura Bloomberg dokonce uvedla, že Agentura Moody's se různila v interních a oficiálních hodnoceních bonity společností pojišťujících dluhopisy, kolem kterých se točila hypoteční krize. Cenné papíry největších pojišťovatelů dluhů ve Spojených státech například MBIA a Ambac, obdržely výborné známky, zatímco zaměstnanci oddělení Moody's věděli o opaku, který interně uplatňovali. O nečestném jednání svědčí také spekulace časopisu Respekt o tom, že ratingové agentury při změně hodnocení amerických polostátních hypotečních agentur Fannie Mae a Freddie Mac na konci loňského léta „upravily“ rating tak, aby příliš nevydělaly investory. Ratingové agentury se řídí pouze podle etického kodexu, který v minulosti vypracovala Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry, což Evropská komise nepovažuje za dostačující a v blízké budoucnosti se na žádost vlád Evropské unie rozhodla přikročit k jejich regulaci. V důsledku na vzniklou krizi začaly ratingové agentury revidovat své metodologie a byl vydán nový kodex upravující chování a postupy agentur Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. Finanční krize sice pověst ratingových agentur značně pohoršila, přesto si stále udržují značný vliv na finančních trzích.<sup>84,85,86</sup>

<sup>84</sup> ČNB. Vždycky, když je průšvih. Článek z časopisu Euro [online]. 2008-03-31 [cit. 2009-03-08, 19:00]. Dostupné na [www: <http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2008/cl\\_08\\_080331.html>](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2008/cl_08_080331.html).

<sup>85</sup> RESPEKT.CZ. Představte si: Nedělat proti krizi nic. Článek z časopisu Respekt [online]. 2009-02-09 [cit. 2009-03-08, 19:10]. Dostupné na [www: <http://fokus.respekt.cz/Predstavte-si-Nedelat-proti-krizi-nic-3702.html>](http://fokus.respekt.cz/Predstavte-si-Nedelat-proti-krizi-nic-3702.html).

## 2.6 Metody predikce budoucího vývoje podílových fondů

Predikovat přesný budoucí výkonnost finančních trhů, na kterých participují podílové fondy není jednoduché.

Lze tak učinit např. pomocí **fundamentální, psychologické, technické a mezitržní technické analýzy** (dále jen FA, TA, MTA, PA) při současném zvážení **makroekonomických dopadů a výhledů**. Z predikce hlavních finančních trhů, tedy trhu akciového, komoditního, dluhopisového a měnového, lze za pomoci zmíněných metod odhadovat budoucí možný vývoj hlavních typů podílových fondů investujících do cenných papírů těchto podkladových aktiv jednotlivých trhů. Například na základě provedené predikce vývoje komodit, lze do jisté míry odhadovat i budoucí vývoj komoditních podílových fondů. MTA není v České republice příliš rozšířená. Jejím objevitelem je J. Murphy, který ji velmi podrobně popisuje ve své knize<sup>87</sup>. Dále na základě predikce vývoje budoucích úrokových sazeb a inflace lze odvozovat očekávaný vývoj fondů peněžního trhu a do jisté míry i fondů dluhopisových. **Z analýzy hospodářského cyklu, sektorové rotace či taktické alokace aktiv**, lze například odhadovat možný budoucí přítok nebo odtok aktiv z fondů. Pro zvýšení pravděpodobnosti správné predikce budoucího vývoje podílových fondů je nutné brát v úvahu **odhady a očekávání odborníků** k současné ekonomické situaci a při predikcích využít **předstihových indikátorů ekonomického cyklu**, mezi které patří i individuální konjunkturální indikátory a kompozitní indikátory. Významný prostor bude FA, TA, MTA a PA věnován v části projektové.

---

<sup>86</sup> ČT24. (Ne)omylné ratingové agentury stále hýbou finančním světem. *Článek ČT24* [online]. 2009-02-23 [cit. 2009-03-08, 19:30]. Dostupné na [www: <http://www.ct24.cz/ekonomika/46556-ne-omylnne-ratingove-agentury-stale-hybou-financnim-svetem/>](http://www.ct24.cz/ekonomika/46556-ne-omylnne-ratingove-agentury-stale-hybou-financnim-svetem/).

<sup>87</sup> MURPHY, John. *Intermarket Technical Analysis: Trading Strategies for the Global Stock, Bond, Commodity, and Currency Markets*. New York: JOHN WILEY & SONS, INC., 1991.282 s. ISBN 0-471-52433-6

### 3 SVĚTOVÁ FINANČNÍ KRIZE

*“We’re in a crisis. I think that’s really the most serious since the 1930s and is different from all the other crises we have experienced in our lifetime,”* řekl<sup>88</sup> George Soros.

#### 3.1 Výčet hlavních světových krizí od 30. let 20. století

Krize a propady jsou nezbytnou součástí vývoje akciových trhů. Z průběhu největších burzovních krachů se lze poučit do budoucnosti výsledováním obdobného scénáře.

**Černý pátek, 24. říjen 1929**, kdy došlo ke krachu na New Yorkské burze uzavřel éru „zlatých“ 20. let a započalo období světové hospodářské krize, Velké deprese. Medvědí trh trval do poloviny roku 1932, tedy 43 měsíců. Hlavní příčinou krize bylo zadlužení spotřebitelů a nákup akcií na úvěr. Americký akciový trh ztratil během dvou dnů více než 23 procent. Akcie během této doby propadly téměř o 90 procent. Ekonomická krize se přesunula i do Evropy, protože USA se zvýšením cel snažilo uchránit domácí hospodářství. Podle ekonomů byla ekonomická recese třicátých let způsobena právě tím, že po krachu v roce 1929 nebyla na trh dodána dostatečná likvidita ze strany státu. **Ropná krize 1973** a pád akciových trhů započala vyhlášením arabského embarga. Během dvou let poklesl index Dow Jones o 40 procent. **Černé pondělí, 19. října 1987**, kdy americké akcie propadly během dvou měsíců o více než 30 procent, bylo zapříčiněno spuštěním velkého objemu prodejních příkazů v rámci automatického obchodování a hromadně uplatňovaná investiční strategie ochrany portfolia. Silný propad na trhu automaticky spustil velký objem prodejních příkazů vedoucích k dalšímu zřícení cen. Na původní úroveň se trh doslal během tří let zajištěním dostatečného množství likvidity ze strany Americké centrální banky, kdy předsedal FEDu Alan Greenspan a „otevřel kohoutky“ a snížil úrokové sazby. Došlo k upravení parametrů automatického obchodování při vysoké kolísavosti trhu, kdy regulátor může omezit short prodeje některých titulů. **Evropská měnová krize 1992**, kdy se rozpadl evropský měnový mechanismus složený z dvanácti měn. Jakmile začal být měnový systém považován za nestabilní, instituce se snažily prodávat slabší měny a nakupovat německou marku. K zabránění pádu britské libry musela Británie zvýšit úrokové míry o 12 procent. Itálie devalvovala liru o 7 procent a Španěl-

---

<sup>88</sup> BLOOMBERG.COM. Soros Says Financial Crisis Marks End of a Free-Market Model [online]. 2009-02-29 [cit. 2009-03-04, 11:09]. Dostupné na [www: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ay0FPxGdth\\_k](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ay0FPxGdth_k).

sko peseto o 5 procent. **Krize mexického peseta a Latinské Ameriky v letech 1994 a 1995** je spjata s devalvací mexického peseta o 15 procent, kdy těsně po ní týdenní volatilita měny převýšila 150 procent. Mexican Bolsa Index klesl o 49 procent, Brazilian Bovespa Stock Index o 61 procent a Argentinian Merval Index o 58 procent. **Asijská krize 1997**, při které během dvou let asijské trhy ztratily 50 procent hodnoty, byla odstartována ve druhé polovině roku 1997 způsobená masivními odtoky kapitálu pádem měn, protože Asijské tygři, Thajsko, Malajsie, Hongkong a Jižní Korea, měly měny pevně navázány na dolar. Spekulanti dostali termínovanými obchody nadhodnocené měny pod tlak a státy byly nuceny měny uvolnit. Krátce po krizi v Asii postihla krize v roce i Rusko. **Ruská krize v roce 1998** byla zapříčiněna svázaností rublu s americkým dolarem, nejprve přinášející pozitivna, později způsobující zvýšení zadluženosti země. Uvolněním kurzu ruského rublu došlo ke zhroucení ruského hospodářství a Rusko se dostalo do platební neschopnosti. V období od 25. srpna 1998 do 27. srpna 1998 klesl ruský rubl o 41 procent. Ruský akciový trh ztratil v říjnu 1998 meziročně 80 procent. Kritická situace v Rusku měla dopad i na akciový index Dax, který spadl během tří týdnů o téměř 40 procent. Trh ale smazal ztráty již v následujícím roce. **Brazilská krize v roce 1998**, byla obdobím devalvace brazilské měny. V lednu roku 1998 volatilita brazilského realu převýšila 80 procent. **Technologická bublina** praskla v roce 2000, kdy došlo k pádu cen technologických akcií a k pádu indexů až o 50 procent původní hodnoty. Příčinou byla přehnaná euforie z nových technologií a slepé nakupování fundamentálně nepodložených akcií. Technologické akcie v USA reprezentované indexem Nasdaq 100 ztratily 80 procent hodnoty, široký index S&P o 45 procent, německý DAX o 66 procent a německý Neue Markt propadl o 96 procent a byl uzavřen. Tah s přísunem likvidity zopakoval Alan Greenspan i v této době. **Americká hypoteční krize trhu 2007** nastala důsledkem neopatrného poskytování hypoték rizikovým zákazníkům, kteří nebyli schopni dostát svým finančním závazkům. Došlo ke kolapsu největších amerických obchodníků s hypotékami a půjčkami, k historické devalvací dolaru a k propadu světových burz.<sup>89, 90</sup>

<sup>89</sup> URBÁNEK, David. Krize jsou nákupní příležitosti. *Článek časopisu FOND SHOP* [online]. 2008-08-20 [cit. 2009-03-03, 21:09]. Dostupné na [www: http://www.fondshop.cz/index.asp?page=27&action=krize\\_na\\_trzich](http://www.fondshop.cz/index.asp?page=27&action=krize_na_trzich)

<sup>90</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční rizika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, s. r. o., 2000. 640 s. ISBN: 80-7169-579-3.

### 3.2 Podstata a geneze současné světové finanční krize

Současná světová finanční krize je přímým důsledkem americké hypoteční krize, avšak její kořeny sahají již do třicátých let minulého století, uvádí Milan Zelený<sup>91</sup>: „*Současná krize vznikala po dlouhá desetiletí, v podstatě již od Rooseveltova „Nového rozdělení (karet)“ (New Deal). Její příčinou jsou státní intervence do ekonomiky svobodného trhu, obzvláště za Clintonovy vlády. Lidé, kteří krizi nezodpovědně vyvolali jsou dnes zodpovědní za její „léčbu“ a tvoří akční jádro Obamovy vlády... Příčinou současné krize byly a zůstávají státní zásahy do fungování ekonomiky svobodného trhu, s následným nárůstem bublin ve virtuální ekonomice finančních spekulací. Arogance, chamtivost, podvody a korupce bossů Wall Streetu nejsou příčinou, ale spíše zavrženíhodným, i když stále lidským, následkem či symptomem hlubší politické zvržlosti, klamu a touze po moci.*“ Příčinami krize podle Milana Zeleného jsou hlavně masivní zásahy státu, poskytování příliš levných hypoték, levný dolar, nízké úrokové míry, nedostatečná regulace a prověřování.

Hypoteční krize nastala ve Spojených státech amerických prasknutím bubliny vzniklé poskytováním nezajištěných hypotečních úvěrů klientům bez důkladného předchozího prověřování bonity. Docházelo k masovému poskytování hypoték poskytovateli hypoték nezaměstnaným či z jiného důvodu méně příjmovým skupinám obyvatelstva ručícími často bezcennými nemovitostmi. Poskytovatelé hypoték byli odměňováni na základě uzavřeného počtu hypotečních úvěrů. Uzavřené hypotéky byly na sub-prime trhu pomocí sekuritizace přeměněny na investiční balíčky (CMO, CDO, CDS a další) obsahující renomované názvy s výborným ratingem od renomovaných světových ratingových agentur, a takto dále prodávány investořům po celém světě. Velké finanční domy v USA úspěšně dosahovaly obrovských odměn. Jan Čulík uvádí<sup>92</sup>: „*Podstatou krize je to, že na základě chtivosti po penězích prodávali pracovníci amerických hypotečních bank (za každou získanou hypotéku dostali prémii) hypotéky na koupi domů a bytů lidem, kteří si je nikdy nemohli dovolit (třeba, jak vyplynulo z americké televizní reklamy, tento týden citované ve vynikajícím analytickém pořadu televize BBC o podstatě této krize, osobám bez zaměstnání právě propuštěným z vězení.) Obrovské množství*

<sup>91</sup> ZELENÝ, Milan. Geneze krize. Článek Milana Zeleného [online]. 2009-02-02 [cit. 2009-03-07, 15:38]. Dostupné na [www: <http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/milan-zeleny.php?itemid=5788#more>](http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/milan-zeleny.php?itemid=5788#more).

<sup>92</sup> ČULÍK, Jan. Vysvětlete podstatu finanční krize. Článek Britské listy [online]. 2008-10-09 [cit. 2009-03-07, 15:15]. Dostupné na [www: <http://www.blisty.cz/art/43111.html>](http://www.blisty.cz/art/43111.html).

*těchto nesplacitelných hypoték pak finanční instituce prodávaly s velkým ziskem jiným bankám po celém světě. Protože hypotéční banky hned své hypotéční dluhy rozprodaly po světě, nezkoumaly, zda jsou dluhy splacitelné. Není příliš překvapivé, že světový finanční systém začal krachovat, když se ukázalo, že miliony údajně kvalitních půjček, na nichž banky založily svůj budoucí profit (banky vydělávají na rozdílu mezi úroky, které dostávají od dlužníků, a úroky, které platí vkladatelům) jsou jen bezcennými cary papíru. V důsledku tohoto zjištění začaly krachovat banky po celém světě.“ Situace se stala neudržitelnou, když se ceny nemovitostí propadly a staly se zcela bezcennými, a když jejich majitelé nebyli schopni dostát závazkům hypoteční úvěry splácet. Velmi brzy došlo k pádu prvních velkých bank a krize se začala šířit i do dalších zemí za oceánem a finanční trhy a burzy řízené tržním sentimentem začaly čelit nárůstu paniky investorů. Z interview ČT24<sup>93</sup> s Janem Švejnarom dále vyplynulo: „Problém, který odstartovaly americké hypoteční banky svou přehnaně expanzivní politikou, v jejímž rámci neváhaly ve velkém poskytovat úvěry i lidem, kteří si nemohli dovolit jejich splácení, se díky finančním inovacím měnícím dluhy v cenné papíry rychle přenesl k dalším bankám a burzovním obchodníkům, zprvu americkým, později světovým. Kdysi zvučně znějící jména jako Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Washington Mutual a řada dalších se staly symbolem úpadku. Vedle padajících burzovních indexů se tak smutnou skutečností staly zavírající továrny a rostoucí zástupy nezaměstnaných. Jasně mluví i statistici - hůře na tom svět byl naposledy za Velké hospodářské krize ve třicátých letech.“*

### **3.3 Dopady a odhady konce světové finanční krize**

Mezi nejvážnější rizika finanční krize patří *recese, deflace, vzrůstající nezaměstnanost a propad důvěry v bankovním trhu*. Dopady světové finanční krize na světové ekonomiky jsou obrovské a země jsou nuceny přijímat řadu razantních protiopatření. Dopady současné světové hospodářské krize jsou uvedeny v analytické kapitole „*Analýza makroprostředí*“, kde jsou podrobně dopady popsány. Odhady a názory, kdy skončí současná světová krize najdete v projektové části, v kapitole „*Provedení predikce vývoje podílových fondů*“.

---

<sup>93</sup> MUSIL, Jakub. Švejnar: Krizi jsme podcenili. Článek ČT24 [online]. 2009-03-02 [cit. 2009-03-07, 15:30]. Dostupné na [www: <http://www.ct24.cz/ekonomika/47314-svejnar-krizi-jsme-podcenili/>](http://www.ct24.cz/ekonomika/47314-svejnar-krizi-jsme-podcenili/).

## 4 ZÁVĚR K TEORETICKÉ ČÁSTI

Na začátku práce jsem si stanovila první zásadu, a to provést kritickou literární rešerši z dostupných zdrojů k problematice podílových fondů. Snažila jsem se obsáhnout téma z různých pohledů, a podat tak čtenáři zajímavý a ucelený pohled. Čerpala jsem jak z odborné literatury domácí, tak i zahraniční a pro zpestření jsem uvedla citáty řady odborníků k jednotlivým podtématům. Jistě by se daly použít i další veřejně dostupné zdroje, ale byla jsem limitována počtem stran diplomové práce a nechtěla jsem zahrnout čtenáře množstvím teorie. Avšak musím se svěřit, že zpracování teoretické práce bylo pro mne skutečnou záabavou, protože se jednalo o velmi aktuální a zajímavé téma.

V teoretické části jsem se v první kapitole věnovala vývoji kolektivního investování ve světě i v České republice. Pracovně tuto část nazývám „*Minulost podílových fondů*“. Podle mého názoru zahrnuje jednoduchou formou celistvý pohled na vývoj kolektivního investování a obsahuje velmi zajímavou podkapitolu „*Top 5 manažerů kolektivního investování v historii*“. Zvolení top 5 manažerů podle mého názoru prokázali vynikající investorské schopnosti a znalosti při výběru skladby portfolia, při volbě strategie a při naprosto správném načasování investic a ukázali světu odvalu při dosahování opakovaně dlouhodobých zisků netradičními přístupy k investování, mnohdy cestou proti davu. Dokázali shromáždit neuvěřitelné bohatství, a to nejen pro ně samotné, ale také těm jež jim ve fondu s vírou svěřili své finanční prostředky. Druhou kapitolu jsem věnovala teoretickým aspektům podílových fondů, kde jsem se zaměřila na základní charakteristiky podílových fondů, tedy na právní úpravu, klasifikaci s charakteristikami a na výhody a nevýhody podílových fondů. V této kapitole jsem také uváděla současné přístupy k posuzování a výběru podílových fondů ve vztahu k riziku. Celou třetí kapitolu jsem věnovala současné světové finanční krizi, kterou podle mého názoru nelze v práci opomenout. Velmi zajímavé jsou odhady odborníků na konec krize, které jsou zařazeny v rámci projektové části, v šesté kapitole „*Provedení predikce vývoje podílových fondů*“ na str. 87-88.

Na „*minulost podílových fondů*“ budu nyní bezprostředně navazovat částí analytickou a projektovou, mým pracovním názvem označované jako „*Současnost a budoucnost podílových fondů*“. Analytická část obsahuje makroekonomické dopady a výhledy. Přestože je dnes kvůli finanční světové krizi velmi obtížné finanční trhy predikovat, provedu v rámci projektu predikci hlavních finančních trhů pomocí fundamentální, psychologické, tržní a mezitržní analýzy. V projektové části budou dále kvantifikována rizika spojená s predikcí.

## **II. ANALYTICKÁ ČÁST**



## 5 ANALÝZA MAKROPROSTŘEDÍ

Sir John Templeton v roce 2004 na dotaz<sup>94</sup>, které země jsou nejbezpečnější, uvedl: „*Není jich mnoho. Na světě existuje 200 států a většina z nich má problémy větší než Amerika. Ale Singapur, Hong Kong, Jižní Korea, Nový Zéland, Rakousko a Rusko nemají velké problémy.*“ Odpověděl by Sir J. Templeton takto i dnes? Na tuto otázku hledejme sami odpovědi v následujících podkapitolách věnovaných makroekonomické analýze zemí velké čtyřky<sup>95</sup>, zemí BRIC<sup>96</sup> a České republiky. V makroanalýze jsou zahrnuty aktuální data do poloviny března 2009. Čerpáno bylo ze zdrojů ČT24, Bloomberg, World bank a z Factbooku 2008 agentury CIA a Eurostat.

### 5.1 Analýza makroprostředí na úrovni světa

Světová banka ve své aktuální zprávě o světové ekonomice z března 2009 upozornila na letošní pokles globální ekonomiky i světového obchodu. Světová banka prognózuje první celosvětový propad od konce druhé světové války a uvádí, že ekonomické a finanční problémy by měly nejvíce zasáhnout rozvojové země. Problémy způsobené celosvětovou krizí vedoucí k poklesu celé globální ekonomiky v současnosti trpí všechna ekonomická centra, nejvíce však východní Asie, kterou čeká nejvyšší snížení obchodu. Oficiálně se v recesi nacházejí USA, EU i Japonsko. Důsledkem finanční krize je prosazování jednotného dozoru nad evropským bankovním trhem, snižování úrokových sazeb, zvýšení zadlužení zemí sanací protikrizovými balíčky, snižující se spotřeba a rapidně klesající ceny akcií na burze, které vedou k poklesu hodnoty veškerých investic, tedy například i penzijních fondů. Současná krize se dotýká téměř všech odvětví, kromě potravinářského průmyslu a prozatím i energetického sektoru jsou postiženi všichni výrobci. Nejvíce krize dopadá na automobilový průmysl a spotřebitelský průmysl. *"Krise dopadá na všechny domácnosti, má dopad na zaměstnanost, hypotéky a dotkla se i životní úrovně,"* dodává pro ČT24<sup>97</sup> José Barroso.

---

<sup>94</sup> LAISE, E. Interview with Sir John Templeton. *Sir John Templeton Articles* [online]. 2004-01-04 [cit. 2009-03-08, 18:55]. Dostupné na [www: <http://www.sirjohntempleton.org/articles\\_details.asp?a=4>](http://www.sirjohntempleton.org/articles_details.asp?a=4)

<sup>95</sup> Velká čtyřka tvoří samozřejmě Spojené státy americké, Čína, Rusko a Eurozóna

<sup>96</sup> BRIC, čtyři ekonomiky označované za nejpřespektivnější dynamicky se rozvíjející, kterými jsou Brazílie, Rusko, Indie a Čína.

<sup>97</sup> MUSIL, Jakub. EU zatím neví, jak rozlousknout finanční krizi. *Článek ČT24* [online]. 2009-03-04 [cit. 2009-03-08, 15:37]. Dostupné na [www: <http://www.ct24.cz/ekonomika/47503-eu-zatim-nevi-jak-rozlousknout-financni-krizi/>](http://www.ct24.cz/ekonomika/47503-eu-zatim-nevi-jak-rozlousknout-financni-krizi/).

Růst světové ekonomiky v roce 2008 zpomalil z 5,2 procent z roku 2007 na 3,8 procenta v roce 2008. Mezi hlavní růstové ekonomiky roku 2008 patřila Čína (9,8 procent), Rusko (7,4 procent) a Indie (7,3 procent). Nadprůměrně rostly také ekonomiky v zemích Macau (16,6 procent), Azerbaijan (15,6 procent) a Angola (15,1 procent). Největší ekonomiky po přepočtu podle partity kupní síly jsou uvedeny v *tab.6*. Světová míra nezaměstnanosti dosáhla v roce 2008 téměř 30ti procent, kdy u rozvíjejících se zemí se pohybovala od 4 do 12ti procent. V příloze na konci práce (*PVII-PXI*) jsou dále uvedeny žebříčky zemí světa podle míry růstu HDP, podle veřejného státního dluhu a podle běžného účtu platební bilance.<sup>98</sup>

**Tab. 6 Velikost ekonomik v přepočtu na paritu kupní síly v roce 2008**

World		\$ 70,650,000,000,000	GDP purchasing power parity 2008		
1	European Union	\$ 14,960,000,000,000	11	Italy	\$ 1,801,000,000,000
2	United States	\$ 14,580,000,000,000	12	Mexico	\$ 1,578,000,000,000
3	China	\$ 7,800,000,000,000	13	Spain	\$ 1,378,000,000,000
4	Japan	\$ 4,487,000,000,000	14	Canada	\$ 1,336,000,000,000
5	India	\$ 3,319,000,000,000	15	Korea, South	\$ 1,278,000,000,000
6	Germany	\$ 2,863,000,000,000	16	Indonesia	\$ 932,100,000,000
7	United Kingdom	\$ 2,281,000,000,000	17	Turkey	\$ 930,900,000,000
8	Russia	\$ 2,225,000,000,000	18	Iran	\$ 859,700,000,000
9	France	\$ 2,097,000,000,000	19	Australia	\$ 824,900,000,000
10	Brazil	\$ 2,030,000,000,000	43	Czech Republic	\$ 273,700,000,000

*Zdroj: CIA World Factbook 2008*

**Spojené státy americké** byly v roce 2008 druhou největší ekonomikou při přepočtu na paritu kupní síly. Zároveň však byly také zemí s nejvíce záporným běžným účtem a s největším veřejným státním dluhem na světě. Ekonomika USA se ve čtvrtém kvartále 2008 propadla o 6,2 procent, nejprudčeji za posledních 27 let, a splnila obecnou definici hospodářské recese určenou dvěma po sobě jdoucími čtvrtletími záporného růstu HDP. Výdaje domácích spotřebitelů tvořící pohon americké ekonomiky se ve čtvrtém čtvrtletí nárůstem nezaměstnanosti propadly o 4,3 procent, což představovalo nejhorší výsledek od roku 1980. Míra nezaměstnanosti v únoru 2009 vzrostla na 8,1 procent a jednalo se o 25ti leté maximum. V roce 2008 činila míra nezaměstnanosti USA 5,8 procent v porovnání s rokem 2007, kdy dosahovala 4,6 procent. Pokles nezaměstnanosti je očekáván nejdříve v roce 2011 s obnovou ekonomiky, avšak v souvislosti s touto obnovou je očekáváno také zvýšení inflace. V roce 2008 zpomalil index spotřebitelských cen v USA na pouhé 0,1 procent, tedy na nejnižší hladinu

<sup>98</sup> CIA. The World Factbook 2008 [online]. 2009-03-01 [cit. 2009-03-15; 23:01]. Dostupné na [www: <http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/xx.html#Econ >](http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/xx.html#Econ).

od roku 1954 v porovnání se 4,1 procenty CPI v roce 2007. Očištěná inflace se nacházela o 1,8 procent pod 2 procentním inflačním cílem Fedu. Deficit zahraničního obchodu Spojených států v lednu klesl na 36 miliard dolarů (asi 760,5 miliard Kč). To je nejnižší schodek za posledních šest let a je to lepší výsledek, než čekali analytici. Prudce se snížil jak dovoz, tak vývoz, hlavně v důsledku poklesu poptávky ve světě. Ekonomiku USA ovlivnil i malý ropný šok, kdy cena ropy v loňském roce klesla ze 146 dolarů za barel na 50 dolarů. USA byla v roce 2008 největším spotřebitelem a dovozcem ropy. Na politické scéně v listopadu 2008 George Bush předal post amerického prezidenta demokratovi Barracku Obamovi, který v současnosti představil návrh státního rozpočtu, který zdvojnásobí dosavadní americký státní dluh, omezí výdaje na obranu na úroveň před druhou světovou válkou a který počítá s nejvyššími daněmi v americké historii.

**Čína** je při přepočtu na paritu kupní síly třetí největší ekonomikou za Spojenými státy americkými. Čínská ekonomika měla největší kladný běžný účet na světě v roce 2008 a nacházela se 21. příčce podle výše veřejného státního dluhu. Růst HDP zpomalil z 12,6 procent z druhého kvartálu roku 2007 na 8,2 procent v říjnu 2008, příčinou byl pokles domácí poptávky. Meziročně rostl čínský export 9,8 procenty v roce 2008. Došlo ke snížení poptávky evropských a dalších zemí po hračkářském a textilním průmyslu, export strojínského průmyslu se vyvíjel do konce roku 2008 přívítivě. Následkem hospodářské recese v USA a v Evropě dopadá na Čínu ekonomická krize a očekává se užití čínských dolarových rezerv (v roce 2008 tvořily sumu 2.033 trilionu dolarů) na stimulaci čínské ekonomiky k zabránění prudkému růstu nezaměstnanosti a k podpoře spotřebitelské poptávky vládními projekty. Nezaměstnanost v roce 2008 dosáhla oficiálně v urbanizovaných částech Číny 4 procent, avšak zahrnutím dalších částí země je nezaměstnanost odhadovaná min. na 9 procent. V roce 2008 měla čínská ekonomika přebytečný rozpočet a například čisté investice čínské ekonomiky tvořily v roce 2008 40 procent celkového HDP. Inflace v Číně v roce 2008 dosahoval průměrně 6ti procent. Diskontní sazba vyhlášená čínskou centrální bankou 17. prosince 2008 činila 3,06 procent.

**Rusko** je při přepočtu na paritu kupní síly osmou největší ekonomikou. Ruská ekonomika se s velikostí veřejného státního dluhu nachází na 17. příčce a je pátou ekonomickou ve světě co do velikosti kladného běžného účtu. Ruská ekonomika v lednu meziročně klesla o 8,8 procent a průmyslová výroba meziročně poklesla o šestnáct procent. Ruská ekonomika je závislá na exportu energetických surovin, zejména zemního plynu a pokles ekonomiky byl

z velké části způsoben poklesem cen komodit ovlivňující také příjmy z exportu. V roce 2008 Rusko vlastnilo 26,6 procent světových zásob zemního plynu a téměř 13 procent světových zásob ropy. Po odeznění světové finanční krize se očekává, že světová poptávka po komoditách se obnoví a ceny komodit začnou růst. Také při srpnovém rusko-gruzínském konfliktu dalo Rusko světu na vědomí, že je stále politicky, vojensky i hospodářsky silné. Ruský hrubý domácí produkt by se měl v letošním roce podle upravené prognózy ministerstva hospodářského rozvoje snížit o 2,2 procenta. Předchozí lednová prognóza přitom počítala s poklesem o pouhých 0,2 procenta. Někteří experti předpokládají, že ruská ekonomika letos klesne dokonce o 15 až 20 procent. Statistický úřad v únoru oznámil, že míra nezaměstnanosti v Rusku se v lednu v důsledku krize zvýšila na 8,1 procent z prosincových 7,7 procent. Ke dni 12. února 2009 poklesla meziročně hodnota rublu vůči dolaru o více než třicet procent a ruská měna tak od léta minulého roku ztratila téměř třetinu své hodnoty. Centrální banka Ruska využívá k udržení stability rublu devalvací své měny pomocí zvyšování úrokových sazeb z 11ti na 13 procent, avšak tím umožňuje lukrativní výměnu rublů za dolary a peníze se tak nedostávají do reálné ekonomiky. Koná tak přesně opačně než vyspělé ekonomiky jako USA, EU a Japonsko. Dále se nepředpokládá, že by levnější rubl nějak zvlášť v době celosvětové recese pomohlo ruskému vývozu. Ruská vláda hodlá podle ČTK v letošním roce vynaložit na boj s ekonomickou a finanční krizí 1,9 bilionu rublů, v přepočtu 1,2 bilionu Kč. Na počátku roku 2009 došlo ke sporu Ruska s Ukrajinou, v jehož důsledku došlo k výpadkům dodávek zemního plynu pro řadu evropských zemí. Spor skončil prohrou Ruska, které nedosáhlo zvýšení cen pro Ukrajinu a výrazně si poškodilo reputaci a pro Západ přestalo být do jisté míry spolehlivým partnerem.<sup>99</sup>

**Brazílie** je při přepočtu na paritu kupní síly desátou největší ekonomikou. Brazílská ekonomika se s velikostí veřejného státního dluhu nachází na 25. místě a je dvanáctou ekonomikou ve světě co do velikosti záporného běžného účtu. Brazílie je největším exportérem komodit latinské Ameriky s velmi dobře vyvinutým zemědělským, těžebním a strojírenským průmyslem, stejně jako sektorem služeb. Brazílská ekonomika je nejvýkonnější ekonomikou v latinské Americe, kdy v roce 2008 míra růstu HDP Brazílie dosáhla 5,8 procent a její vliv vzrůstá i na světových trzích. Míra nezaměstnanosti na konci roku 2008 dosáhla 8 procent,

<sup>99</sup> HKCR.CZ Rusko hodlá na boj s krizí vynaložit 1,9 bilionu rublů. *Zpravodajství ze světa* [online]. 2009-02-19 [cit. 2009-03-16].

Dostupné na [www: <http://www.hkcr.cz/hk-cr-top-02-sede/podpora-podnikani-v-cr/pomahame-vam-celit-hospodarske-/pokracovani\\_pozn.\\_na\\_dalsi\\_strane/](http://www.hkcr.cz/hk-cr-top-02-sede/podpora-podnikani-v-cr/pomahame-vam-celit-hospodarske-/pokracovani_pozn._na_dalsi_strane/)

státní dluh tvořil 40 procent HDP a meziroční inflace činila 5,8 procent. Diskontní úrokové sazby činily ke konci roku 2007 v Brazílii 17,8 procent. Snaha o redukci státního dluhu Brazílie při současné snaze o růst ekonomiky vytvářela v zemi inflační tlaky. V roce 2008 centrální banka aplikovala restriktivní monetární politiku k zastavení těchto tlaků. V srpnu 2008 zasáhla Brazílii globální finanční krize a brazilská měna stejně jako brazilské akciové trhy ztratily značnou část hodnoty, přesněji akciový trh Bovespa k 30. prosinci 2008 poklesl o 41 procent.

**Japonsko** je při přepočtu na paritu kupní síly čtvrtou největší ekonomikou. Japonská ekonomika se s velikostí veřejného státního dluhu nachází na 9. příčce a je třetí ekonomickou ve světě co do velikosti kladného běžného účtu. Japonská ekonomika v posledním loňském čtvrtletí klesla kvůli slabému exportu o 3,3 procenta, meziročně o 45 procent a jednalo se o největší propad od roku 1974, což je pro tuto zemi stejně jako pro ostatní asijské země velkým problémem vedoucí k omezování výroby a k růstu nezaměstnanosti. Meziročně se hrubý domácí produkt země snížil o 12,7 procenta. Do budoucna je odborníky očekávána největší novodobá hospodářská recese v Japonsku, avšak užitím po Číně největších dolarových rezerv na ozdravné procesy lze očekávat urychlení procesu ozdravení ekonomiky dříve než u jiných zemí.<sup>100</sup>

**Singapur** je po přepočtu na paritu kupní síly 49. ekonomikou co do velikosti na světě. Singapurská ekonomika se s velikostí veřejného státního dluhu nachází na 66. příčce a je patnáctou ekonomickou ve světě co do velikosti kladného běžného účtu. Světová finanční krize v současnosti tvrdě dopadá i na „*ostrovní přístav*“ Singapur, potýkající se s prudkým útlumem globální poptávky. Míra růstu HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2008 klesla meziročně o 12,5 procent a tento pokles byl již v pořadí třetím, proto lze označit Singapurskou ekonomiku za ekonomiku nalézající se v recesi. Příčinou je také skutečnost, že singapurská ekonomika s řadou firem z odvětví vyspělých technologií silně reaguje na cykly v odvětví vyspělých technologií. „*Pokud se nemýlíme, tak bude rok 2009 rokem nejhlubší recese v historii Singa-*

---

krizi/zpravodajstvi-ze-sveta/art\_28806/tisk-rusko-hodla-na-boj-s-krizi-vynalozit-1-9-bilionu-rublu.aspx>.

<sup>100</sup> ČT24. Japonsko na pomoc ekonomice uvolní i devizové rezervy. Článek ČT24 [online]. 2009-03-03 [cit. 2009-03-08, 16:55]. Dostupné na www: < <http://www.ct24.cz/ekonomika/47351-japonsko-na-pomoc-ekonomice-uvolni-i-devizove-rezervy/>>.

*puru. Překoná také asijskou finanční krizi a recesi v technologickém odvětví z roku 2001,*“ uvedl<sup>101</sup> ekonom Kit Wei Zheng.

**Hong Kong** je po přepočtu na paritu kupní síly čtyřicátou ekonomikou co do velikosti na světě. Hong Kongská ekonomika se s velikostí veřejného státního dluhu nachází na 39. příčce a je 21. ekonomickou na světě co do velikosti kladného běžného účtu. Ekonomika se potýká s vysokou nezaměstnaností, v roce 2008 ubylo 10 tisíc pracovních míst převážně v odvětví průmyslu a obchodu, nejméně bylo postiženo odvětví pojišťovnictví a stravování. Současnou překážkou v rozvoji Hong Kongské ekonomiky je pokles exportu, pokles investic a také pokles domácí spotřeby. Růst ekonomiky se očekává v roce 2011.<sup>102</sup>

**Indie** je po přepočtu na paritu kupní síly osmou největší ekonomikou. Indická ekonomika se s velikostí veřejného státního dluhu nachází na 17. příčce a je pátou ekonomickou ve světě co do velikosti kladného běžného účtu. Indie je charakteristická velmi rozmanitou ekonomikou zahrnující státem podporované zemědělství, řemeslnictví, moderní průmyslové odvětví a množství služeb, kdy právě služby jsou hlavním zdrojem, přesněji tvoří polovinu HDP ekonomiky. Indie produkuje velké množství lidí velmi dobře hovořících v anglickém jazyce s cílem stát se hlavním exportérem software produktů, služeb a odborníků. Došlo ke snížení omezení mezinárodního obchodu a investic vládou a dále pokračuje privatizace státních podniků. Dlouhodobě indická ekonomika čelí rozšířené korupci a přelidnění. V roce 2008 HDP Indie rostl 7,3 procenty, nezaměstnanost tvořila 6,8 procent, čisté investice tvořily 39 procent HDP, státní a veřejný dluh Indie dosahoval 78 procent HDP, inflace tvořila 7,8 procent, diskontní úroková sazba byla změněna 31. ledna 2009 na 5,5 procent. Indie v roce 2008 měla deficitní běžný účet platební bilance ve výši -38 bilionu dolarů.

**Blízký východ**, kde je soustředěno 61 procent světových zásob ropy a 40 procent světových zásob zemního plynu, je samozřejmě silně závislý na exportu těchto energetických surovin, je stále cílem národních energetických strategií největších spotřebitelů. Nejvýznamnějšími ekonomikami Blízkého východu jsou Saudská Arábie, Írán a Irák. V Iráku bylo v loňském roce alokováno 63 bilionů dolarů na restrukturalizační projekty a vláda dále předpokládá

---

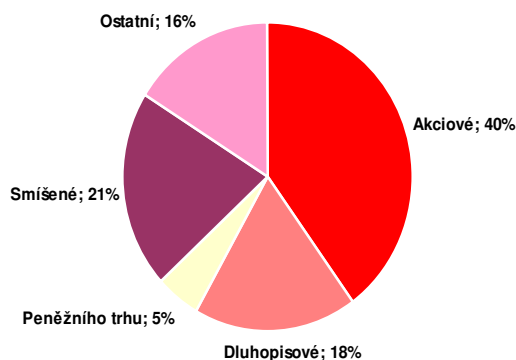
<sup>101</sup> E15. Singapur se propadá do hluboké recese. *Burzy a trhy* [online]. 2009-01-02 [cit. 2009-03-14, 16:55]. Dostupné na [www: < http://www.e15.cz/burzy-trhy/singapur-se-propada-do-hluboke-recese-68633 />](http://www.e15.cz/burzy-trhy/singapur-se-propada-do-hluboke-recese-68633/).

<sup>102</sup> PEOPLE'S DAILY ONLINE. *Financial crisis has cost Hong Kong 10,000 jobs* [online]. 2009-02-16 [cit. 2009-03-14, 17:53]. Dostupné na [www: < http://english.peopledaily.com.cn/90001/90776/90884/6593198 />](http://english.peopledaily.com.cn/90001/90776/90884/6593198 />).

další investice do rekonstrukcí ve výši 150 bilionu dolarů. Na světových příčkách podle parity kupní síly lze nalézt Írán na 19. místě, Saudskou Arábii na 24. místě a Irák na 66. místě. Podle výše zadlužení zemí, které se nacházejí na světových padesátých až šedesátých místech lze země seřadit od nejmenší zadluženosti v pořadí Saudská Arábie, Irák a Írán. Zmíněné země Blízkého východu mají běžný účet platební bilance v kladných číslech a patří co do kladného účtu platební bilance k největším ekonomikám, kdy čtvrtou největší zemí podle tohoto kritéria je Saudská Arábie, Írán je na 18. místě a Irák na místě dvacátém v celosvětovém měřítku. Írán je dokonce umístěn v první světové dvacítkě největších ekonomik přepočítáno paritou kupní síly.<sup>103</sup>

### 5.1.1 Analýza současného vývoje podílových fondů ve světě

Ve třetím čtvrtletí roku 2008 se na světě nacházelo 40 procent akciových podílových fondů, 21 procent smíšených podílových fondů, 18 procent dluhopisových podílových fondů, 16 procent ostatních podílových fondů a 5 procent podílových fondů peněžního trhu. Meziročně poklesl počet akciových podílových fondů a podílových fondů peněžního trhu. Naopak meziročně vzrostl počet dluhopisových, smíšených a ostatních podílových fondů.

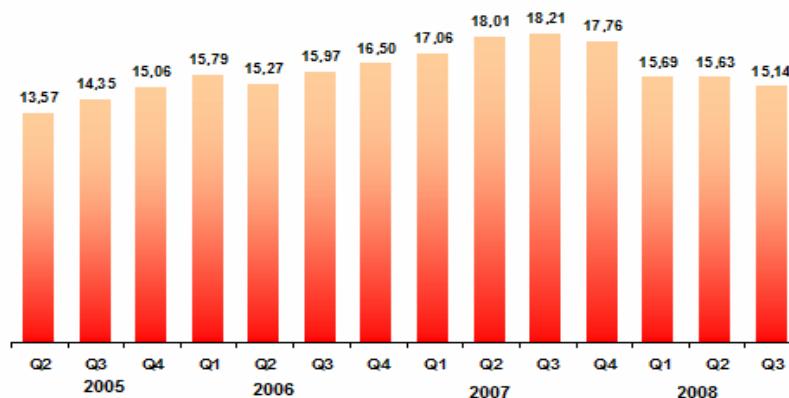


Obr. 2 Procentuelní vyjádření celosvětového počtu podílových fondů podle typu. Zdroj [EFAMA]

Celosvětová aktiva (statistika 44 zemí světa) podílových fondů ve třetím kvartále roku 2008 poklesla o 3,1 procent na 15,1 bilionů eur. Meziročně celosvětově poklesla aktiva všech podílových fondů s dlouhodobým horizontem, tedy podílové fondy akciové, dluhopisové,

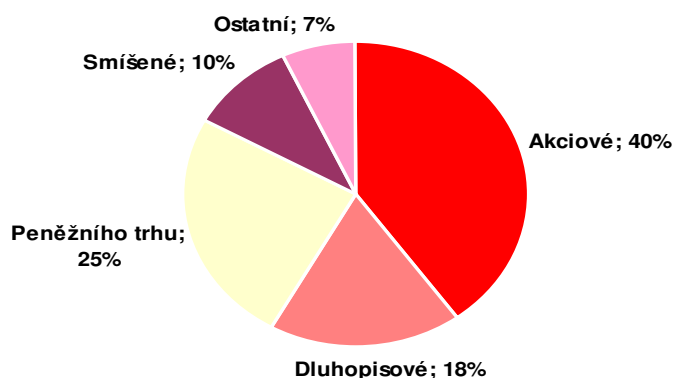
<sup>103</sup> CIA. The World Factbook 2008 [online]. 2009-03-01 [cit. 2009-03-15; 23:01]. Dostupné na [www: < http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/xx.html#Econ >](http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/xx.html#Econ).

smíšené a ostatní. Meziročního růstu aktiv dosáhly pouze podílové fondy orientované na krátkodobý investiční horizont, kterými byly podílové fondy peněžního trhu.



Obr. 3 Celosvětový vývoj aktiv podílových fondů ke konci 3Q 2008  
v trilionech eur. Zdroj [EFAMA]

Celosvětová aktiva podílových fondů se ve třetím čtvrtletí roku 2008 nacházela z 40ti procent v akciových podílových fondech, z 25ti procent v podílových fondech peněžního trhu, z 18ti procent v dluhopisových podílových fondech a z 10ti procent ve smíšených podílových fondech. Zbylých 7 procent celkového počtu světových aktiv podílových fondů se nacházelo v podílových fondech ostatních nezařazených do zmíněných kategorií. Na celosvětových aktivech podílových fondů se nejvíce podílely z 49ti procent podílové fondy v USA a z 32 procent podílové fondy v zemích Evropy.

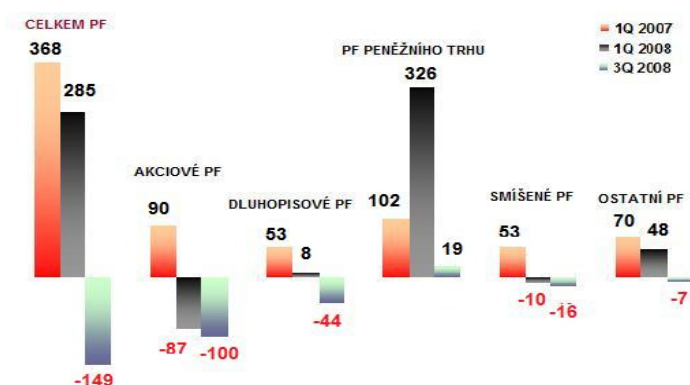


Obr. 4 Rozložení celosvětových aktiv PF ve třetím kvartále 2008.  
Zdroj [EFAMA]

Celosvětové čisté příjmy podílových fondů dosáhly ve třetím kvartále roku 2008 záporných hodnot, a to poprvé od roku 2002. Prodělečné byly v tomto období všechny podílové fondy orientované na dlouhodobý investiční horizont, tedy podílové fondy akciové, dluhopisové, smíšené a ostatní. Kladného čistého obrátu celo-



světově dosáhly ve třetím kvartále pouze podílové fondy peněžního trhu, které přitom ještě ve čtvrtletí druhém byly jediným typem fondů dosahujících ztráty.<sup>104</sup>



Obr. 5 Vývoj celosvětových čistých tržeb podílových fondů v bilio-  
nech eur podle typů fondů. Zdroj [vlastní]

## 5.2 Analýza makroprostředí na úrovni eurozóny

Střední Evropa trpí především sníženou poptávkou na Západě. Evropský statistický úřad (Eurostat) dnes zveřejnil, že v posledním čtvrtletí loňského roku ekonomiky Evropské unie i země eurozóny klesly proti předcházejícímu čtvrtletí shodně o 1,5 procenta. Za rok 2008 vzrostla ekonomika EU o 0,9 procenta, ekonomika eurozóny pak o 0,7 procenta. Zatímco Česká republika si odnesla z Bruselu velmi pozitivní hodnocení, hrozbu sankcemi si z úst komise vyslechla šestice zemí - Irsko, Řecko, Španělsko, Francie, Lotyšsko a Malta. Komisařům se nelíbí, že deficitory veřejných rozpočtů těchto zemí překročily hranici tří procent hrubého domácího produktu, jejíž dodržování je jedním ze základních pravidel pro udržení prosperity Evropské unie.

Evropská unie (*dále jen EU*) je ekonomicky i politicky velmi silná a po přepočtu na paritu kupní síly se jedná o největší ekonomiku světa. EU, přesněji východní EU je však také energeticky závislá na Rusku a vojensky závislá na USA. Současným hlavním problémem Evropy je vysoká zadluženost domácností i veřejného sektoru a pokles průmyslové výroby, kdy např. automobilový průmysl EU, na který je silně orientována i ČR, zažil v lednu výrazný propad. Například tržby největšího evropského výrobce vozů Volkswagen se propadly meziročně v lednu 2009 o téměř 20 procent, automobilka BMW zaznamenala propad ještě o 4 procenta větší a společnost Daimler Mercedes prodala téměř o třetinu vozů méně (62500

<sup>104</sup> EFAMA. International Statistical Release Q3 2008 [online]. 2009-02-09 [cit. 2009-03-14, 08:51]. Dostupné na [www: <http://www.efama.org/index.php?option=com\\_docman&task=doc\\_details&gid=853&Itemid=-99>](http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=doc_details&gid=853&Itemid=-99).

vozů v lednu 2009) v porovnání s minulým rokem (90400 vozů v lednu 2008). V současnosti je patrná v EU názorová rozpolcenost a dochází k diskuzím ke společné měně euro. Uvedme příklad, kdy letos Itálie uvažovala o návratu k liře, protože nemohla použít donedávna silný nástroj devalvace své měny pro boj s inflací. Hospodářský cyklus<sup>105</sup> EU nám ukazuje, že většina ekonomických indikátorů se během roku 2008 přesunula z I. kvadrantu do kvadrantu II. a III., což svědčí o existenci výkyvu celkové ekonomické aktivity EU od dlouhodobého trendu vlivem poklesu agregátní poptávky. Během minulého roku došlo ke značné kontrakci cyklu v EU měřeno mírou růstu HDP, která koncem roku 2008 vyvrcholila v recesi po splnění pravidla dvou po sobě jdoucích záporných růstů HDP. Expanze hospodářství EU bude následovat po překonání recese, kdy bod obratu leží mezi recesí a konjunkturou pokud nedojde k nevyžádané depresi podle teorie hospodářského cyklu. Jednotlivé země evropské měnové unie nemohou při snaze o nastolení makroekonomické stability a hospodářské expanze užít nástroje monetární politiky, což vede ke zdůrazňování role fiskální politiky těchto zemí, kterou mají plně v kompetenci. Dochází ke zvyšování vládních výdajů a služeb a ke snížení autonomních daní a daňových sazeb, což vede ke snížení příjmů státního rozpočtu a vzrůstá jeho deficit. Vlády musejí na financování deficitního rozpočtu užít ušetřené finanční prostředky z období rozpočtových přebytků nebo využít vládních půjček, se kterými však narůstá veřejný dluh. EU byla v roce 2008 největší světovou ekonomikou, měřeno *HDP po přepočtu na paritu kupní síly viz tab. 7.*

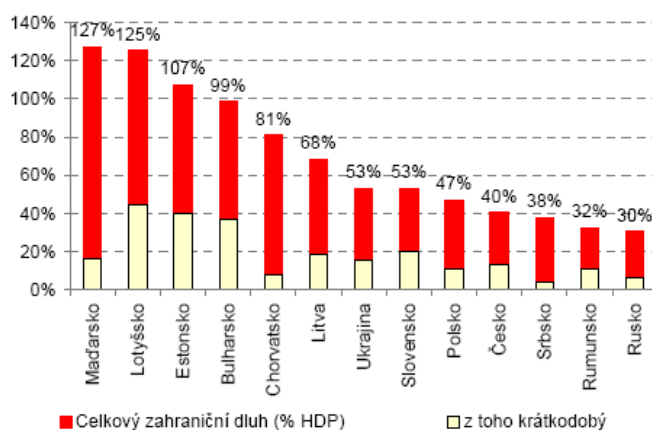
**Tab. 7 Míra růstu HDP EU ve stálých cenách**

	<i>predikce MFČR</i>					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>EU 27</b>	<b>2,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>
<b>EA 12</b>	<b>1,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,7</b>
<b>Německo</b>	<b>0,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,7</b>
<b>Francie</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,2</b>
<b>Británie</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,0</b>
<b>Rakousko</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,2</b>
<b>Maďarsko</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Polsko</b>	<b>3,6</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>5,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>
<b>Slovensko</b>	<b>6,6</b>	<b>8,5</b>	<b>10,4</b>	<b>7,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>
<b>Česko</b>	<b>6,3</b>	<b>6,8</b>	<b>6,0</b>	<b>4,0</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>
<b>USA</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,5</b>

*Zdroj: MFČR. Makropredikce Q1 2009*

<sup>105</sup> Naleznete v příloze. PXII. Obsahuje hlavní ekonomické indikátory EU a ČR z ledna 2007 a 2008 zasazené do grafu hospodářského cyklu. Můžeme si povšimnout, že v roce 2007 se nalézaly indikátory v I. a II. kvadrantu, kdežto v roce 2008 již v kvadrantu II. a III.

Ve čtvrtém kvartále roku 2008 došlo k meziročnímu poklesu HDP o 1,5 procent a tento výsledek byl horší než se obecně očekávalo, kdy na propadu se podílel propad výdajů na spotřebu o 0,9 procent a celkově dosáhla míra růstu HDP v EU 1,1 procenta v roce 2008. *Platební bilance* zemí Evropské unie skončila ve čtvrtém čtvrtletí roku 2008 s deficitem 21 miliard eur, což byl o zhruba 40 miliard eur lepší výsledek, než ve čtvrtletí třetím. Míra zadlužení zemí střední a východní Evropy je prezentována na obr.6. V říjnu 2008 došlo k meziročnímu poklesu *industriální výroby* o 5 procent v zemích EU27, kdy produkce rostla pouze v Portugalsku (+1,3 procent) a největší pokles byl zaznamenán v Irsku (-6,4 procent). Produkce zboží dlouhodobé spotřeby poklesla v zemi EU27 o 6,3 procent a produkce kapitálových statků poklesla o 4,9 procent. Ve třetím kvartále rostly *nominální mzdy* EU27 meziročním 4,1 procentním tempem, srovnáno s 3,6 procentním tempem v kvartále druhém. V prosinci 2008 dosáhla EU *meziroční růst spotřebitelských cen* v EU 2,2 procent a o měsíc později, v lednu 2009 došlo k meziročnímu poklesu spotřebitelských cen na 1,9 procent, kdy ve srovnání s rokem 2007 inflace dosahovala 3 procentní míry růstu. *Míra nezaměstnanosti* EU se v lednu 2009 zvýšila na 7,6 procent ze 7,5 procent z prosince 2008, kdy například v dubnu 2008 dosahovala pouze růstu 6,8 procenta. V důsledku hospodářského útlumu ve světě se však očekává, že nezaměstnanost se bude zvyšovat v celé Evropské unii. Veřejný dluh EU dosáhl podle zdrojů Eurostatu 58,3 procent v poměru k HDP za rok 2008.



Obr. 6 Celkový zahraniční dluh v % HDP zemí CEE ve 3Q 2008.

Zdroj [EUROSTAT]

**Německo** je šestou největší ekonomikou měřeno paritou kupní síly a současně největší ekonomikou EU měřeno mírou HDP ve stálých cenách. Německá ekonomika se s velikostí veřejného státního dluhu nachází na 5. světové příčce a je druhou největší ekonomikou na světě co do velikosti kladného běžného účtu, hned po Číně. V lednu 2009 došlo ke zvýšení ne-

zaměstnanosti na 7,6 procent, poprvé za poslední tři roky. Přesto Německo splňuje limit zadluženost max 3 procent HDP. *Inflace* za rok 2008 dosáhla 2,8 procent. V roce 2008 došlo k výraznému *snížení příjmů z exportu*, což mělo dopad na výkonnost celé německé ekonomiky orientované silně na export, která zpomalila z 2,5 procentního růstu HDP ve stálých cenách z roku 2007 na 1,3 procent v roce 2008. V roce 2009 je dále očekáván odborníky v souvislosti s globálním poklesem agregátní poptávky záporný růst. V souvislosti s poklesem HDP ve třetím a čtvrtém čtvrtletí Německý Spolkový sněm schválil druhý stimulační balíček v hodnotě 50 miliard eur, který prosadil ministr hospodářství Karl Theodor von Gutenberg<sup>106</sup>. Německá ekonomika se dále potýká s chronickou nezaměstnaností především ve východní části Německa, která nabývá v některých částech až 30ti procent a s problémem stárnutí obyvatel. Tyto faktory vedou nutně ke zvýšení vládních výdajů určených na transfery (až 80 bilionu dolarů), které jsou však dostatečně kompenzovány příjmy z dosavadního růstu ekonomiky a příjmy z nepřímých daní.

**Francie** je devátou největší ekonomikou světa měřeno *paritou kupní síly* a současně druhou největší ekonomikou EU *měřeno mírou HDP ve stálých cenách*. Francouzská ekonomika se s velikostí veřejného státního dluhu nachází na 4. světové příčce a velikost *veřejného dluhu* měřeno procentem podílu k HDP tvořilo 67 procent v roce 2008. Francie dosahuje záporného výsledku *běžného účtu*, což je dáno především převahou importu nad exportem a ve světovém pořadí se umísťuje za Tureckem až na 184. příčce. *Meziroční míra inflace* ve Francii dosáhla v roce 2008 3,2 procent. *Nezaměstnanost* v listopadu 2008 dosáhla ve Francii 7,9 procent a jednalo se o 0,1 procentní meziroční nárůst. Francouzský statistický úřad v únoru 2009 oznámil skutečnost, že francouzská ekonomika, která se zatím recesi vyhýbala, zažila v posledním kvartálu roku 2008 také prudký pokles. HDP Francie ve čtvrtém čtvrtletí 2008 poklesl o 1,2 procenta, zatímco ještě ve třetím čtvrtletí 2008 rostl o 0,1 procenta. Pokud dojde k poklesu i v prvním čtvrtletí tohoto roku, budeme moci označit Francii jako zemi nacházející se v recesi. Vláda však tento pokles předpokládá, a to až o 1,5 procent současně s poklesem inflace a růstem nezaměstnanosti. Rozpočtový schodek Francie letos přesáhne 5

<sup>106</sup> ŠRÁMEK, Petr. Německo zažívá největší poválečný pokles, mírní ho už druhým balíčkem. *Článek ČT24* [online]. 2009-02-043 [cit. 2009-03-08, 15:50]. Dostupné na [www: <http://www.ct24.cz/ekonomika/45409-francie-nakrocila-koncem-roku-prekvapive-svizne-dorecese/>](http://www.ct24.cz/ekonomika/45409-francie-nakrocila-koncem-roku-prekvapive-svizne-dorecese/).

procent HDP země, a překročí tak 3 procentní limit EU.<sup>107</sup> Francouzská ekonomika by podle Noyera, člena *ECB*, mohla ke konci letošního roku opětovně začít pozvolna růst, protože dosažená nižší inflace může podpořit spotřebu a dále by se měly projevit měnové kroky a pokles úrokových sazeb.

**Velká Británie** je osmou největší ekonomikou světa měřeno *paritou kupní síly* a současně třetí největší ekonomikou EU měřeno *mírou HDP ve stálých cenách*. Britská ekonomika se s velikostí *veřejného státního dluhu* nachází na 2. světovém místě hned za USA a vlivem záporné výše *běžného účtu* je až po Itálii 186. ekonomikou na světě co do velikosti výše *běžného účtu* platební bilance. V prosinci 2008 se *míra nezaměstnanosti* zvýšila 6,2 procent. *Inflace* za rok 2008 dosáhla 3,1 procent a dále v lednu meziročně poklesla na 3 procenta. Ve třetím čtvrtletí 2008 padalo HDP v ostrovním království tempem nejhluběji od roku 1980, a to 0,6 procenty. V posledním čtvrtletí roku 2008 ztratila tamní ekonomika 1,5 procenta ze svého výkonu měřeno meziroční *mírou HDP ve stálých cenách*. „*Největší evropská ekonomika je v hluboké recesi,*“ oznámil 13. února 2009 britský statistický úřad a potvrdil tak zprávy o hluboké recesi ve Velké Británii, která se tak dostává do první recese od roku 1991.

**Rakousko** je dvacátou největší ekonomikou světa měřeno *paritou kupní síly* a současně čtvrtou největší ekonomikou EU měřeno *mírou HDP ve stálých cenách*. Rakouská ekonomika se s velikostí *veřejného státního dluhu* nachází na 13. světovém místě a je 25. největší ekonomikou na světě co do velikosti *kladného běžného účtu*, hned po Kanadě. V lednu 2009 *míra nezaměstnanosti* Rakouska měřená měsíčně se zvýšila na 4 procenta a rakouská vláda se rozhodla plně neotevřít svůj pracovní trh novým členským státům EU se zachováním bariér do roku 2011, stejně jako Dánsko, Německo a Belgie chráníce svůj trh práce na rozdíl od Norska otvírajícího Čechům trh práce již od května letošního roku. *Meziroční růst spotřebitelských cen* v prosinci 2008 činil 1,5 procent a v únoru 2009 meziročně poklesl na 1,4 procent. Ve 2Q a 3Q 2008 došlo k *poklesu růstu HDP ve stálých cenách*, kdy ve třetím čtvrtletí rostla rakouská ekonomika pouze 1,2 procentním meziročním tempem na rozdíl od druhého čtvrtletí roku 2007, kdy rostla 3,2 procenty.

**Maďarsko** je padesátou třetí největší ekonomikou světa měřeno *paritou kupní síly* a současně pátou největší ekonomikou EU měřeno *mírou HDP ve stálých cenách*. Maďarská ekono-

---

<sup>107</sup> ČT24. Francie nakročila koncem roku překvapivě svižně do recese. Článek ČT24 [online]. 2009-02-12 [cit. 2009-03-08, 16:50]. Dostupné na www: < <http://www.ct24.cz/ekonomika/45433-nemecko-zaziva-nejvetsi-povalecny-pokles-mirmi-ho-uz-druhym-balickem/>>.

mika se s velikostí *veřejného státního dluhu* nachází na 29. světovém místě a vlivem záporné výše *běžného účtu* je až po České republice 167. ekonomikou na světě co do velikosti výše běžného účtu platební bilance. V lednu 2009 se *míra nezaměstnanosti* Maďarska měřená měsíčně zvýšila na 8,6 procent. *Meziroční růst spotřebitelských cen* v prosinci 2008 činil 3,4 procent a v únoru 2009 meziročně poklesl na 2,9 procent. Ve třetím kvartále 2008 došlo k *poklesu HDP ve stálých cenách*, kdy maďarská ekonomika rostla pouze 0,8 procentním meziročním tempem a ve čtvrtém čtvrtletí poklesla o jedno procento, a oficiálně tak do recese vstoupila. Meziročně činí pokles tamního hrubého domácího produktu dvě procenta a tento výsledek je nejhorší od roku 1996, kdy země začala čtvrtletní data zveřejňovat.

**Polsko** je dvacátou třetí největší ekonomikou světa měřeno *paritou kupní síly* a současně šestou největší ekonomikou EU měřeno *mírou HDP ve stálých cenách*. Polská ekonomika se s velikostí *veřejného státního dluhu* nachází na 26. světovém místě a vlivem záporné výše *běžného účtu* je až po Rumunsku 179. ekonomikou na světě co do velikosti výše běžného účtu platební bilance. V lednu 2009 *míra nezaměstnanosti* Polska měřená měsíčně se zvýšila na 6,7 procent a na konci ledna dosahovala 10,5 procent. Odhadovaná míra nezaměstnanosti na konci roku 2009 je 16 procent a kabinet Donalda Tuska proto firmám, které nebudou propouštět a přistoupí k jiným úsporným opatřením, jako např. ke zkrácení pracovní doby či ke snížení platů, vyplatí náhradu. *Meziroční růst spotřebitelských cen* v prosinci 2008 činil 3,3 procent a v únoru 2009 meziročně vzrostl na 3,6 procent. Ve třetím kvartále 2008 došlo k *poklesu HDP ve stálých cenách*, kdy polská ekonomika rostla pouze 5,2 procentním meziročním tempem a tempo ve 4. kvartále zpomalilo na 4,8 procenta z předchozích 6,7 procent. Polská vláda připravila protikrizový balíček na podporu ekonomického růstu v hodnotě 91,3 miliardy zlotých.

**Slovensko** je šedesátou druhou největší ekonomikou světa měřeno paritou kupní síly a současně sedmou největší ekonomikou EU měřeno *mírou HDP ve stálých cenách*. Slovenská ekonomika se s velikostí *veřejného státního dluhu* nachází na 49. světovém místě a vlivem záporné výše *běžného účtu* je až po Chorvatsku 159. ekonomikou na světě co do velikosti výše běžného účtu platební bilance. V lednu 2009 *míra nezaměstnanosti* Slovenska měřená měsíčně se zvýšila na 9,8 procent. *Meziroční růst spotřebitelských cen* v prosinci 2008 činil 3,5 procent a v únoru 2009 meziročně inflace poklesla na 2,4 procent. *Růst slovenské ekonomiky* ve 4.čtvrtletí 2008 prudce zpomalil na 2,7 procenta, i když ještě ve třetím čtvrtletí hospodářský růst dosahoval sedmi procent a slovenský růst se tak udržel na předních místech

v rámci Evropské unie. Podle aktuální prognózy ministerstva financí SR výkon slovenského hospodářství letos zpomalí na 2,4 procenta. Centrální banka předpokládá růst na úrovni zhruba 2,1 procent a Evropská komise ho v lednu odhadla na 2,7 procenta. Slovensko by při vyplnění těchto prognóz letos mělo vykazovat nejrychlejší růst z celé Evropské unie a v kladných číslech by bylo zřejmě jako jediné ze 30 zemí v Evropě. Minulý rok Slovensko přijalo společnou měnu euro a vstoupilo do měnové evropské unie.

**Lotyšsko** je devadesátou šestou největší ekonomikou světa *měřeno paritou kupní síly*. Lotyšská ekonomika se s velikostí *veřejného státního dluhu* nachází na 52. světovém místě a vlivem záporné výše běžného účtu je 142. ekonomikou na světě co do velikosti výše běžného účtu platební bilance. V lednu 2009 se *míra nezaměstnanosti* Lotyšska zvýšila na 12,3 procent. *Meziroční růst spotřebitelských cen* v prosinci 2008 činil 10,4 procent a v únoru 2009 meziročně inflace poklesla na 9,4 procent. Světová krize si v Lotyšsku vybírá svou daň, kdy růst *lotyšské ekonomiky* dosáhl ve třetím čtvrtletí 2008 záporného růstu -4,6 procent a ekonomika se oficiálně dostala do recese po dvouciferných růstech HDP z minulých let. Lotyšsku dokonce hrozí státní bankrot.

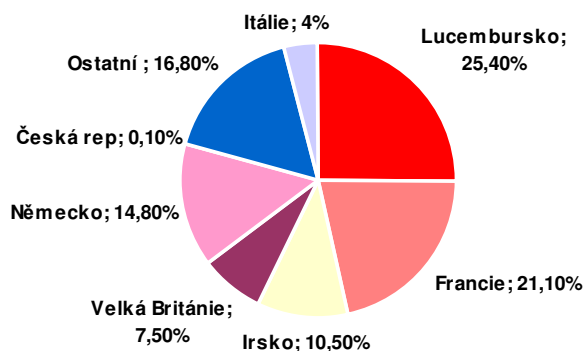
**Itálie** je dvanáctou největší ekonomikou světa *měřeno paritou kupní síly*. Italská ekonomika se s velikostí *veřejného státního dluhu* nachází na 12. světovém místě a vlivem záporné výše *běžného účtu* je 185. ekonomikou na světě co do velikosti výše běžného účtu platební bilance. V lednu 2009 se *míra nezaměstnanosti* Itálie zvýšila na 6,7 procent. *Meziroční růst spotřebitelských cen* v prosinci 2008 činil 2,4 procent a v únoru 2009 meziročně inflace poklesla na 1,5 procent. *HDP Itálie* dosahoval ve čtvrtém čtvrtletí rekordního poklesu -2,6 procent, který navázal na -0,8 procentní růst ve čtvrtletí třetím a na pokles HDP i ve čtvrtletí druhém. Italská ekonomika se oficiálně dostala do recese. Za celý rok ztratila italská ekonomika jedno procento ze svého výkonu a jedná se o nejhorší výsledek od roku 1975.<sup>108</sup> V únoru roku 2009 došlo k dohodě mezi Francií a Itálií o spolupráci v jaderné energetice, která počítá především s výstavbou jaderných elektráren v Itálii francouzskými firmami (např. společností EDF) a firmám zabývajících se jaderným výzkumem včetně likvidace jaderného odpadu.

---

<sup>108</sup> ČT24. Italská ekonomika padala celý rok. *Článek ČT24* [online]. 2009-03-02 [cit. 2009-03-08, 18:55]. Dostupné na [www: <http://www.ct24.cz/ekonomika/47276-italska-ekonomika-padala-cely-rok/>](http://www.ct24.cz/ekonomika/47276-italska-ekonomika-padala-cely-rok/)

### 5.2.1 Analýza současného vývoje podílových fondů v eurozóně

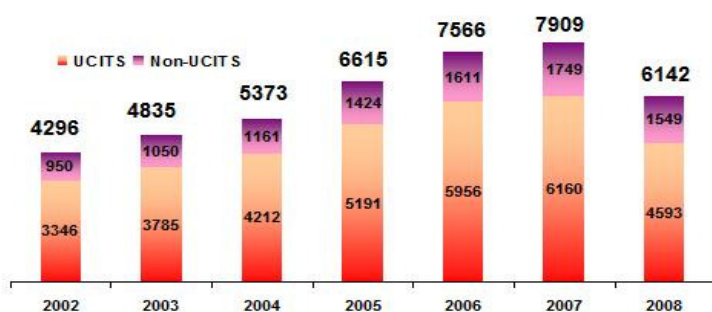
V roce 2008 bylo nejvíce evropských podílových fondů co do velikosti aktiv domicilováno v Lucembursku, ve Francii, v Irsku, v Německu, ve Velké Británii a v Itálii. Nejméně podílových fondů bylo domicilováno v Bulharsku, Slovinsku, Rumunsku a ve Slovenské a České republice.



Obr. 7 Procentuelní vyjádření evropského počtu podílových fondů podle domicilu. Zdroj [EFAMA]

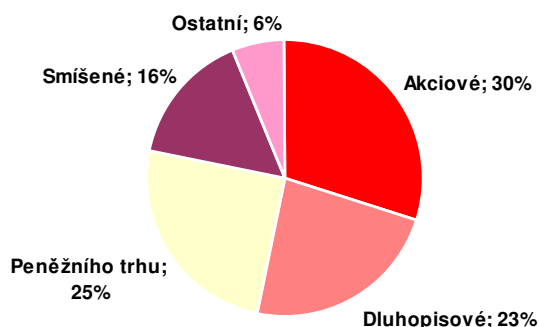
Aktiva evropských podílových fondů vzrostla za posledních pět let více než 30ti procenty. V roce 2008 celková aktiva podílových fondů dosáhla velikosti poloviny HDP Evropské unie. Celková aktiva podílových fondů v Evropě za rok 2008 poklesla o 22 procent, tedy o 1,768 bilionů eur. V roce 2007 zaregistrovaly UCITS fondy pro srovnání 6ti procentní čistý odliv aktiv čítající 335 bilionů eur. Téměř 40 procent všech odlivů aktiv z UCITS fondů v roce 2008 bylo zaznamenáno v měsíci říjnu. Situace se zlepšila v listopadu, kdy došlo ke zveřejnění vládních plánovaných podpor pro ekonomiky formou stimulačních balíčků a v reakci na to zaznamenaly akciové a smíšené podílové fondy příliv aktiv. Celkově došlo v roce 2008 k poklesu celkových aktiv ve fondech UCITS o 25,4 procent, kdy nejvíce se na celkovém poklesu ze 70ti procent podílel pokles aktiv akciových podílových fondů v souvislosti s poklesy cen akcií na světových akciových trzích. Na celkovém poklesu aktiv se dále podílel odliv aktiv z dluhopisových fondů v souvislosti s likvidní a úvěrovou krizí. Dluhopisové podílové fondy v roce 2008 čelily silné konkurenci bankovních depozitních a strukturovaných produktů o to více, když vlády evropských zemí přistoupily ke 100 procentnímu jištění všech bankovních depozit. Celková aktiva UCITS fondů se snížila ve čtvrtém čtvrtletí o 11,3 procent a v prosinci 2008 dosáhla hodnoty přibližně 4,6 bilionů eur. Celková aktiva podílových fondů nezahrnovaných do UCITS poklesla v roce 2008 o 11,4 procent a dosáhla celkové hodnoty 1,55 bilionů eur.





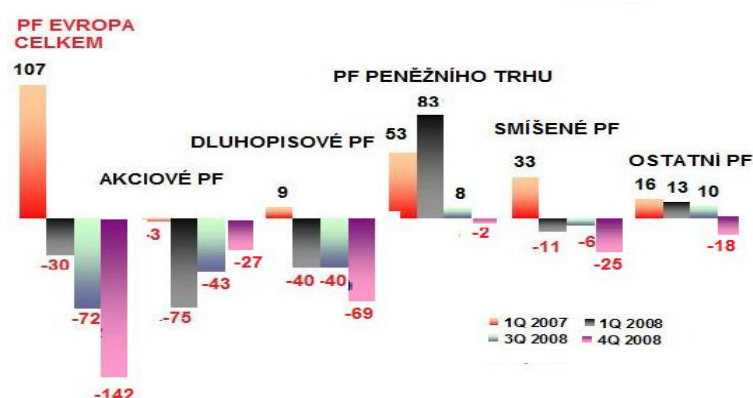
Obr. 8 Evropský vývoj aktiv podílových fondů v bilionech eur. Zdroj [EFAMA]

Na konci roku 2008 se podíl aktiv akciových podílových fondů na celkových aktivech UCITS fondů snížil ze 40ti procent z roku 2007 na 30 procent. Podíl aktiv podílových fondů peněžního trhu na celkových aktivech UCITS fondů se ke konci roku 2008 naopak zvýšil z 16ti na 25 procent a podílové fondy peněžního trhu se staly druhým největším sektorem na trhu UCITS. Dále se na celkových aktivech UCITS fondů podílely z 23 procent aktiva dluhopisových podílových fondů a z 16ti procent aktiva smíšených podílových fondů.



Obr. 9 Rozložení aktiv PF podle typu v Evropě ke konci roku 2008. Zdroj [EFAMA]

Ve 4Q 2008 došlo ke snížení čistých obrátů podílových fondů domicilovaných zejména v Lucembursku, Itálii, a Španělsku. Nejvíce se snížil čistý obrát podílových fondů v Řecku a Portugalsku. Menší snížení čistých obrátů pocítily podílové fondy domicilované ve Francii a Německu. Podílové fondy domicilované ve Velké Británii byly ve čtvrtém kvartále ziskové. V roce 2008 dosahovaly kladných čistých obrátů také podílové fondy v Norsku, Rumunsku, Švédsku a ve Švýcarsku. V souhrnu všech zemí však dosahovaly evropské podílové fondy v roce 2008 a ve čtvrtém kvartále roku 2008 záporných čistých obrátů. Ve čtvrtém kvartále a za celý rok 2008 byly nejméně ziskové podílové fondy orientované na dlouhodobý investiční horizont. Nejlépe si vedly podílové fondy peněžního trhu, které byly za rok 2008 v průměru ziskové, záporných čistých obrátů dosáhly až v posledním čtvrtletí 2008.



Obr. 10 Vývoj čistých tržeb PF v Evropě v bilionech eur<sup>109</sup>

### 5.3 Analýza makroprostředí na úrovni České republiky

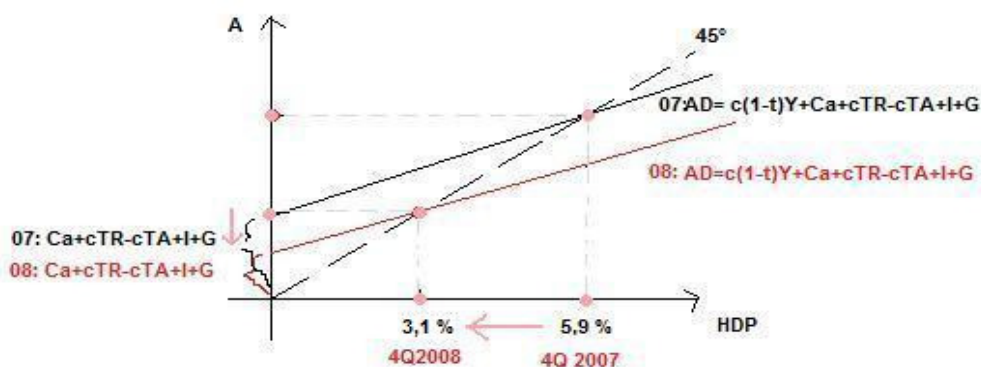
V předchozích letech se v České republice zvyšovala životní úroveň a docházelo k přílivu zahraničních investic, docházelo k růstu hodnoty aktiv a k posilování české koruny vůči dolarů, euru a dalším měnám. To bylo dáno především příznivou stabilní ekonomickou situací (*rating ČR A+/A od Standard&Poors*). Síla české koruny lákala do české ekonomiky zahraniční kapitál, ale také způsobovala pokles příjmů z exportu, protože se český export stával v zahraničí dražším a méně konkurenceschopným. Příliv zahraničního kapitálu se pozitivně odrážel v rychlém tempu růstu HDP ČR. Obchodní bilance byla v kladných číslech, například za rok 2007 bylo dosaženo přebytku 86 miliard Kč. Za leden 2009 skončila obchodní bilance ČR přebytkem pouze 3,5 mld. Kč.

Česká republika je za rok 2008 čtyřicátou třetí největší ekonomikou světa měřeno *paritou kupní síly* a současně osmou největší ekonomikou EU měřeno *mírou HDP ve stálých cenách*. Česká ekonomika se s velikostí *veřejného státního dluhu* nachází na 37. světovém místě a vlivem záporné výše *běžného účtu* je 164. ekonomikou na světě co do velikosti výše běžného účtu platební bilance. Ve čtvrtém čtvrtletí 2008 byl běžný účet platební bilance pasivní ve výši 58,2 mld. Kč. Na finančním účtu nastal čistý příliv kapitálu 53,2 mld. Kč, přírůstek devizových rezerv ČNB činil 1,8 mld. Kč a poměr schodku běžného účtu platební bilance k HDP činil podle odhadu ČNB 3,1 procent v důsledku záporného salda bilance výnosů a bilance běžných převodů. Obchodní bilance se zbožím skončila ve 4Q 2008 deficitem

<sup>109</sup> EFAMA. International Statistical Release Q3 2008 [online]. 2009-02-09 [cit. 2009-03-14, 08:51]. Dostupné na [www: <http://www.efama.org/images/stories/quarterly\\_statistical\\_release\\_december\\_20081.pdf>](http://www.efama.org/images/stories/quarterly_statistical_release_december_20081.pdf).

6,8 mld. Kč, což představovalo meziroční zhoršení o 33,8 mld. Kč vlivem většího propadu exportu než importu. Bilance služeb byla ve 4Q 2008 aktivní v rozsahu 18,1 mld. Kč přírůstkem vývozu stavebních, pojišťovacích a poradenských služeb. Čistý příliv přímých investic do České republiky ve 4Q 2008 dosáhl 34,3 mld. Kč. a směřovaly hlavně do odvětví finančního zprostředkování, obchodu s nemovitostmi, poskytování služeb pro podniky a výroby kancelářských strojů a počítačů. Investice do základního kapitálu přicházely zejména z Rakouska a Německa. U portfoliových investic z České republiky došlo k čistému odlivu ve výši 43,9 mld. Kč, a to zejména na straně pasiv, když zahraniční investoři výrazně snížili držbu tuzemských dlouhodobých dluhopisů a v nižší míře i akcií. Výkonová bilance byla aktivní ve výši 5 procent HDP. V lednu 2009 se *míra nezaměstnanosti* České republiky zvýšila na 5 procent z 4,7 procent v prosinci 2008. *Meziroční růst spotřebitelských cen* v prosinci 2008 činil 6,3 procent a průměrná roční míra inflace za rok 2008 byla nejvyšší za posledních deset let. Úhrnná cenová hladina měřená implicitním deflátorem HDP za rok 2008 vzrostla meziročně o 1,7 procent. V únoru meziroční inflace zpomalila na 2 procenta, meziměsíčně se zvýšila o 0,1 procent. Celková meziroční inflace v únoru 2009 byla ve srovnání s aktuální prognózou ČNB o 0,5 procentního bodu vyšší. V roce 2009 došlo *ke snížení DzP právnických osob* z původních 21 procent na 20 procent a na začátku roku 2010 bude tato sazba dále snížena na 19 procent. Došlo také k „relativnímu“ snížení DzP fyzických osob snížením odvodů na sociální pojištění, přesto sazba zůstala na stejné výši 15 procent jako v roce předchozím. **Snížení daňové zátěže v období recese je jednoznačně pozitivním vlivem, dochází ke stimulaci ekonomiky podporou spotřeby.** V současnosti s přijetím protikrizových balíčků *dochází k růstu zadlužení země.* Rostou obavy ekonomů, aby se česká ekonomika více nezadlužovala, a aby nedošlo ke zhoršení ratingu země v důsledku vedoucím k nižšímu přílivu zahraničních investic. V současnosti dochází ke **korrekcí kurzu české koruny**, která nyní vůči zahraničním měnám, například vůči dolaru a euru, **oslabuje.** To by mohlo být pozitivní při boji s recesí, protože slabší koruna zlevní české výrobky v zahraničí a umožní tak zvýšit konkurenceschopnost českých exportérů a současně zabraňuje deflaci. V souvislosti s poklesem exportu vlivem poklesu zahraniční poptávky dochází k růstu nezaměstnanosti v souvislosti s omezováním výroby a v důsledku **také k poklesu disponibilních příjmů domácností** a *k poklesu spotřebitelské poptávky.* *Výkonnost české ekonomiky* vzrostla i přes pesimistická očekávání analytiků ve 4. čtvrtletí 2008 meziročně o 0,7 procent měřeno mírou růstu HDP v reálných cenách. Ve srovnání se 3.

čtvrtletím HDP klesl o 0,9 procent a jednalo se o první mezičtvrtletní pokles od roku 1998. V úhrnu za rok 2008 se HDP meziročně zvýšil o 3,1 procent, avšak pro letošní rok již ČNB předpovídá pokles české ekonomiky o 0,3 procent, kdy se jedná o revidovaný odhad snížený z listopadového odhadu růstu 2,9 procent pro rok 2009.



Obr. 11 Dopad snížení autonomních výdajů na meziroční vývoj HDP ČR v roce 2008, zjednodušeně v třísektorové ekonomice. Zdroj [Vlastní]

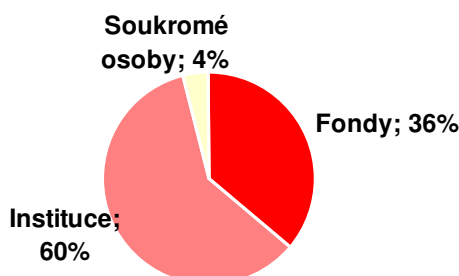
Do budoucna je očekáván propad obchodní bilance v souvislosti se snížením celkové zahraniční poptávky a také vlivem omezování výroby automobilového průmyslu, na které je export České republiky závislý. V průběhu letošního roku bude inflace dle aktuální prognózy ČNB nejprve dále zvolna klesat až téměř k nulovým hodnotám, v závěru roku se však začne postupně zvyšovat a v prvním pololetí roku 2010 se bude nacházet blízko nového 2 % inflačního cíle. Pro stimulaci české ekonomiky byl vládou připraven národní protikrizový balíček ve výši 74 miliard Kč (1,9 procent HDP), od kterého je očekáván pro českou ekonomiku stimul ve výši 180 miliard Kč. Tento balíček byl pozitivně hodnocen Evropskou komisí a je od něj očekáváno skrze zvýšení vládních výdajů v budoucnu zvýšení celkového produktu ekonomiky ČR (obr.17).<sup>110</sup>

### 5.3.1 Analýza současného vývoje podílových fondů v ČR

Hodnota majetku svěřeného individuálními investory podílovým fondům na území ČR v roce 2008 dosáhla výše **243,88 mld. Kč**. Celková hodnota majetku individuálně obhospodařovaného domácími bankami a nebankovními obchodníky s cennými papíry se v ČR po-

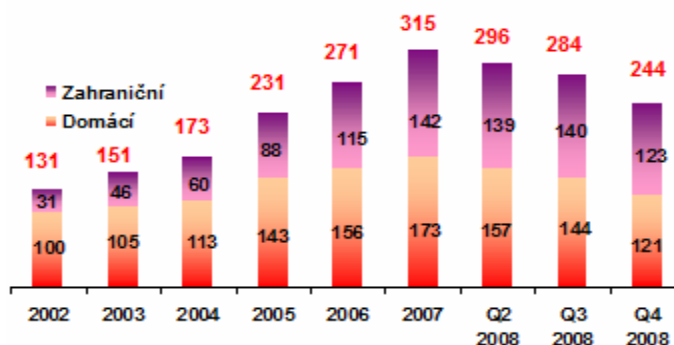
<sup>110</sup> Evropská komise uvedla, že český vládní balíček, který počítá mimo jiné se snížením sociálního pojištění či s odpuštěním záloh daně drobným živnostníkům, je dobře načasovaný a zaměřený na sektory, na něž nejvíce dolehne zpomalení hospodářského růstu. Komisaři kroky Česka pochválili i přesto, že navržená protikrizová opatření v celkovém hodnotě zhruba 70 miliard korun mohou vést k dočasnému zhoršení stavu veřejných financí. Již v příštím roce by se ale měla tuzemská ekonomika vzchopit z útlumu a hospodářské ukazatele by se měly začít pomalu, ale jistě zlepšovat.

hybovala ke konci roku okolo 722,7 mld. Kč. Podílové fondy se tedy na celkových obhospodařovaných aktivech v ČR v roce 2008 podílely 36ti procenty. Mezi významné správce co do objemu obhospodařovaného majetku patří především společnosti Generali PPF Asset Management, ČSOB, Česká spořitelna, ING, Komerční banka, AXA Investiční společnost nebo UniCredit Bank.<sup>111</sup>



Obr. 12 Struktura aktiv ve správě 31.12.2008 v ČR. Zdroj [AKAT ČR]

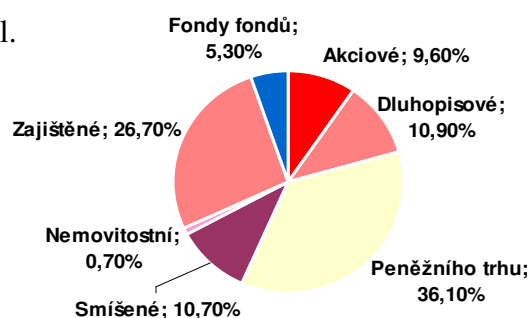
Od roku 2007 **klesá** počet *celkových aktiv v podílových fondech* působících v ČR. Podobně jako klesají celková aktiva v podílových fondech i v eurozóně a celosvětově. Pokles celkových aktiv podílových fondů do určité míry souvisí s dopady současné světové finanční krize na reálnou ekonomiku. Celková hodnota majetku podílových fondů působících na území ČR k 31. prosinci 2008 meziročně poklesla o 23 procent a dosáhla výše **243,8 miliard Kč**. Dosažená hodnota byla o 71,35 miliard Kč **nižší** než v roce předcházejícím. Hodnota majetku v zahraničních fondech meziročně poklesla o 14 procent na 123 miliard Kč. Hodnota majetku domácích fondů se meziročně snížila o 30 procent na 121 miliard Kč. Nejvyšší pokles majetku zaznamenaly podílové fondy akciové, peněžního trhu, smíšené, dluhopisové a fondy fondů. K nárůstu hodnoty aktiv došlo u nemovitostních zajištěných podílových fondů. Struktura trhu kolektivního investování v ČR podle domicilu je znázorněna na obr.13.



Obr. 13 Vývoj aktiv podílových fondů na území ČR v mld. Kč ke konci 4Q 2008. Zdroj [AKAT ČR]

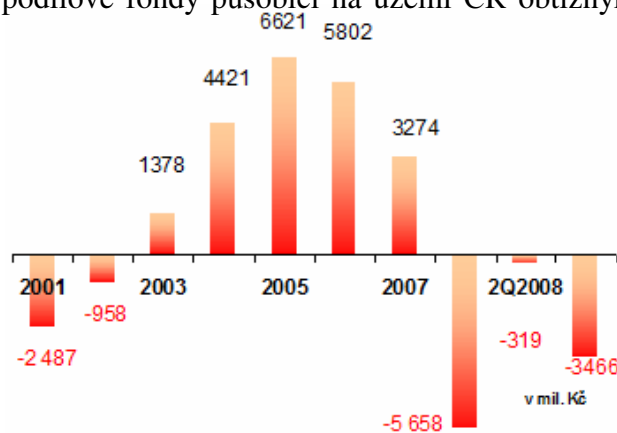
<sup>111</sup> K analýze současného vývoje podílových fondů v ČR jsem využila statistiky AKAT ČR a statistiky Českého statistického úřadu o ekonomických subjektech v OKEČ 65.1 a 65.2, speciálně o investičních společnostech a jejich podílových fondech.

Struktura trhu kolektivního investování v ČR podle typu fondů je prezentována na obr.14. Můžeme pozorovat 36ti procentní podíl podílových fondů peněžního trhu, 11ti procentní podíl dluhopisových podílových fondů, 11ti procentní podíl smíšených podílových fondů, 10ti procentní podíl akciových podílových fondů a téměř 35 procentní ostatních podílových fondů. Ostatními podílovými fondy jsou myšleny podílové fondy zajištěné, podílové fondy nemovitostní a fondy fondů. Zajištěné podílové fondy s 27 procentním podílem tvořily významnou složku na trhu finančního zprostředkování. Meziročně poklesl podíl akciových, dluhopisových, smíšených a zajištěných podílových fondů. Podíl podílových fondů peněžního trhu meziročně vzrostl.



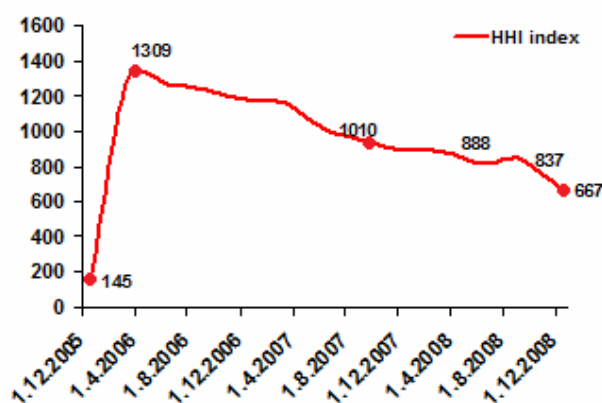
Obr. 14 Procentuelní rozdělení PF v ČR podle typu v závislosti na VK v roce 2008. Zdroj [AKAT]

Nebankovní peněžní instituce v OKEČ 65.2 vykázaly za 1. až 3. kvartál roku 2008 zisk ve výši 7,3 mld. Kč. Ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku však došlo k poklesu zisku o 60,3 procent. Hlavní příčinou poklesu hospodářského výsledku za sledované období byl vysoký růst finančních nákladů, které se meziročně zvýšily o 29,7 procent. Finanční výnosy ve výši 86,5 mld. Kč vzrostly meziročně o 14,8 % a to především růstem poplatků a provizí. Samotné investiční společnosti a jejich podílové fondy dosáhly v 1. až 3. čtvrtletí roku 2008 záporného hospodářského výsledku před zdaněním na rozdíl od předchozích třech let. Rok 2008 byl pro podílové fondy působící na území ČR obtížným rokem ve znamení **odlivu aktiv a tržeb.**



Obr. 15 Tvorba hospodářského výsledku před zdaněním investičních společností a fondů v ČR v mil. Kč [Zdroj: ČSÚ]

Na trhu kolektivního investování v roce 2008 působilo **108 podílových fondů**. Pro srovnání v roce 2002 existovalo v České republice 79 podílových fondů a od tohoto roku počet podílových fondů kontinuálně narůstal. Posudme koncentraci trhu fondů kolektivního investování například pomocí obecně akceptovaného Herfindahl-Hirshmanova indexu<sup>112</sup> měřícího tržní koncentraci v závislosti na postavení a počtu soutěžitelů. Na *obr.16* můžeme vidět křivku *HHI* konstruovanou sumarizací kvadrátů jednotlivých tržních podílů všech podílových fondů působících na českém trhu mezi lety 2005 a 2008. V roce 2005 HHI dosáhl znepokojivě nízkého počtu bodů, a v tomto období mohly existovat obavy z narušení hospodářské soutěže. Všimněme si, že od roku 2006 do poloviny roku 2007 došlo ke zlepšení hospodářské soutěže a trh byl v tomto období průměrně koncentrovaný. V roce 2008 byl trh fondů kolektivního investování v ČR podle HHI nízce koncentrován, na trhu dominovalo především několik velkých zprostředkovatelů a správců majetku fondů.



Obr. 16 Koncentrace trhu fondů kolektivního investování v ČR měřená Herfindahl - Hirshman indexem v bodech [Zdroj: ČNB]

## 5.4 Makroekonomické dopady a výhledy

Celkový světový finální produkt měření mírou růstu HDP ve stálých cenách roku 2005 dosáhl poklesu mezi lety 2007 a 2008 a je očekáván další pokles i v roce 2009 podle pesimistického scénáře organizace *United Nations* (*tab.8*). Názor na pokles světové ekonomiky v roce 2009 sdílí také Světová banka a MMF. Pokles výkonnosti ekonomiky lze vysvětlit

<sup>112</sup> Index HHI měřený v bodech akceptuje postavení a počet soutěžitelů jako faktor pro posouzení hospodářské soutěže a je například využíván v USA při antitrustové politice. Pokud HHI je větší než 1800 bodů, lze trh označit za koncentrovaný a zdravě konkurenční. HHI v rozmezí 1000 až 1800 bodu znamená průměrně koncentrovaný trh. HHI menší než 1000 značí nízkou koncentrovaný trh a trh může vzbuzovat obavy z narušení soutěže na trzích. Pokud je HHI menší než 100 může se jednat již o porušení hospodářské soutěže.

v *keynesiánském pojetí* odchýlením reálného výstupu ekonomiky od potenciálního produktu vlivem poklesu *agregátní poptávky* a to především poklesem *autonomní spotřeby a plánovaných investic nezávislých na důchodu*, které závisejí do velké míry na psychologických faktorech jakými jsou například důvěra v trh nebo budoucí očekávání. Klesá spotřebitelská poptávka, kdy domácnosti vlivem současné ekonomické nestability méně spotřebovávají a jsou opatrnější ve spotřebě na dluh. Dochází k převisu agregátní nabídky vyrobené finální produkce nad agregátní poptávkou a k hromadění zásob, které vedou ke *zvýšení neplánovaných investic firem do zásob*. To nutí firmy vyrábět méně, klesá průmyslová výroba a světový obchod, a v konečném důsledku dochází k *poklesu celkového produktu světové ekonomiky* a k *růstu nezaměstnanosti* až do doby než se reálný výstup ekonomiky dostane k úrovni rovnovážného výstupu globální ekonomiky.

Tab. 8 Míra růstu HDP v roce 2008 ve stálých cenách 2005

	2005	2006	2007	2008	2009a	2009b	2009c
<b>Svět</b>	3,5	4,0	3,8	2,5	1,0	-0,4	1,6
Vyspělé země	2,4	2,9	2,5	1,2	-0,5	-1,5	0,2
USA	2,9	2,8	2,0	1,2	-1,0	-1,9	-0,5
Eurozóna	1,7	2,8	2,6	1,1	-0,7	-1,5	0,3
Japonsko	1,9	2,4	2,1	0,4	-0,3	-0,6	0,5
Tranzitní země	6,5	7,8	8,3	6,9	4,8	2,7	6,1
Rozvojové země	6,8	7,1	7,2	5,9	4,6	2,7	5,1
Čína	10,4	11,6	11,1	9,1	8,4	7,0	8,9
Indie	11,5	7,3	8,9	7,5	7,0	4,7	7,5
Brazílie	3,2	3,8	5,4	5,1	2,9	0,5	3,0
Mexiko	3,1	4,9	3,2	2,0	0,7	-1,2	1,5
Nejchudší země	7,9	7,7	7,8	6,4	5,1	2,0	6,1
Světový obchod	8,0	8,8	6,3	4,4	2,1	-3,1	3,1
Světový růst HDP*	4,5	4,9	4,9	3,7	2,3	1,3	3,0

a (základní odhad) b (pesimistický odhad) c (optimistický) \* měřeno paritou kupní síly

Rok 2008 byl zčásti odhadnut, predikce provedeny UN/DESA v projektu LINK

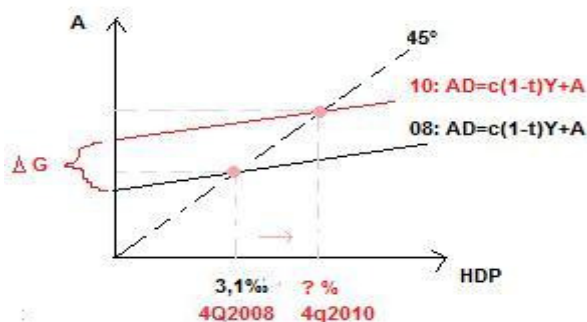
Zdroj: UNITED NATIONS. *World Economic Situation and Prospects 2009*<sup>113</sup>

Zvýšení výkonnosti ekonomiky *podle keynesiánského přístupu* lze pomocí *fiskální expanze* vládních nákupů statků a služeb, zvýšením transferových plateb při současném snížení autonomních daní a daňových sazeb, v současnosti praktikované sanačními protikrizovými balíčky. „*Vlády nejrozličnějších zemí světa se snaží zamrzlý finanční trh "odmrazit" tím, že bankám poskytují neuvěřitelné, astronomické finanční částky (v Británii 500 miliard liber, tj., cca 15 bilionů Kč, v USA 700 miliard dolarů). Mezibankovní důvěru tím však zatím neobnovily. Touto obrovskou zadlužeností zatíží vlády přirozeně daňové poplatníky. V budoucnosti*

<sup>113</sup> UNITED NATIONS. *World Economic Situation and Prospects 2009* [online]. 2009 [cit. 2009-03-18, 11:15]. Dostupné na [www: <http://www.un.org/esa/policy/wesp/wesp2009files/wesp2009.pdf>](http://www.un.org/esa/policy/wesp/wesp2009files/wesp2009.pdf).



se zvýší daně,“ uvádí v článku<sup>114</sup> Jan Čulík. Například americká vláda se rozhodla v březnu<sup>115</sup> znovu podpořit domácí ekonomiku souborem stimulačních opatření v hodnotě 787 miliard dolarů, v přepočtu zhruba 18 bilionů korun. Cílem těchto opatření je zvýšit veřejné výdaje a v nejbližších dvou letech vytvořit ve Spojených státech až čtyři miliony pracovních míst. Už v listopadu přijala čínská vláda balík dodatečných stimulačních výdajů v sumě čtyř bilionů juanů (téměř 13 bilionů Kč) a společně s Austrálií a Novým Zélandem uzavřely dohodu o podpoře volného obchodu, která by měla v horizontu 20 let vygenerovat 48 miliard dolarů.<sup>116</sup> V listopadu byl schválen první německý balíček v objemu přes 30 miliard eur a v únoru letošního roku došlo ke schválení druhého protikrizového balíčku 50 miliard eur.<sup>117</sup> Vlivem snahy o fiskální expanzi pomocí těchto sanačních balíčků však prudce roste zadluženost ekonomik zvyšováním veřejného státního dluhu.



Obr. 17 Možný pozitivní dopad fiskální expanze v podobě zvýšení vládních výdajů na vývoj HDP v ČR. Zdroj [Vlastní]

V důsledku problémů způsobených celosvětovou finanční krizí, kterými trpí všechna ekonomická centra, je v Evropě prosazován jednotný dozor nad bankovním trhem. Banky jsou vedeny k neochotě půjčovat finanční prostředky vzájemnou nedůvěrou na mezibankovním trhu způsobenou dopady světové finanční nestability, přesněji vlivem úvěrového bankovníctví Spojených států společně s klesajícími ceny nemovitostí a nesplacených hypoték. Dochá-

<sup>114</sup> ČULÍK, Jan. Vysvětlete podstatu finanční krize. *Článek Britské listy* [online]. 2008-10-09 [cit. 2009-03-07, 15:15]. Dostupné na [www: <http://www.blisty.cz/art/43111.html>](http://www.blisty.cz/art/43111.html).

<sup>115</sup> ČT24. Americká ekonomika se dále zhoršila, výhled je špatný. *Článek ČT24* [online]. 2009-03-04 [cit. 2009-03-08, 09:20]. Dostupné na [www: <http://www.ct24.cz/ekonomika/47562-americka-ekonomika-se-dale-zhorsila-vyhled-je-spatny/>](http://www.ct24.cz/ekonomika/47562-americka-ekonomika-se-dale-zhorsila-vyhled-je-spatny/)

<sup>116</sup> ŠRÁMEK, Petr. Čína chce letos "magický" 8procentní růst. *Článek ČT24* [online]. 2009-03-05 [cit. 2009-03-08, 09:15]. Dostupné na [www: <http://www.ct24.cz/ekonomika/47599-cina-chce-letos-magicky-8procentni-rust/>](http://www.ct24.cz/ekonomika/47599-cina-chce-letos-magicky-8procentni-rust/).

<sup>117</sup> ČT24. Spolková rada nabídla 50 miliard německé ekonomice. *Článek ČT24* [online]. 2009-02-20 [cit. 2009-03-09, 15:15]. Dostupné na [www: <http://www.ct24.cz/ekonomika/46187-spolkova-rada-nabidla-50-miliard-nemecke-ekonomice/>](http://www.ct24.cz/ekonomika/46187-spolkova-rada-nabidla-50-miliard-nemecke-ekonomice/).

zí ke snižování hlavních úrokových sazeb vládami zemí EU a zvyšuje se *hrozba deflace*. Snižováním úrokových sazeb podle *teorie preference likvidity* se vlády pokouší stimulovat autonomní výdaje domácností citlivé na úrokové sazby s cílem zvýšit celkový produkt ekonomiky, tedy růstem plánovaných investic a autonomní spotřeby. Jak můžeme v současnosti pozorovat, tento cíl není lehké splnit, protože komerční bankovníctví na snížení sazeb vládou nereaguje. Spekuluje se, zda se světová ekonomika nenachází již v *pasti likvidity*, jako tomu bylo například v Japonsku v 90. letech, kdy úroková míra byla nízká avšak domácnosti byly ochotné držet jakékoliv množství peněz. Ozdravný proces by měl podle odhadů odborníků uvedených trvat nejméně jeden až dva roky, než se světová ekonomika opět dostane do fáze konjunktury doprovázené pozvolným poklesem nezaměstnanosti, růstem cen komodit, akcií, a také růstem inflace. Začátek ozdravného procesu závisí také na volbě mezi státními zásahy spojené s protekcí nebo uplatněním volné ruky trhu jejímž zastáncem je např. Václav Klaus.

Téměř všechny typy podílových fondů se propadaly v roce 2008 do červených čísel. Jednou z mála výjimek byly po přepočtu do korun japonské dluhopisové nebo peněžní fondy, neboť japonský jen posílil za poslední rok vůči koruně o téměř 20 procent. Příčinami poklesu výkonnosti akciových a dluhopisových podílových fondů byly poklesy cen akcií na burze a kolísavost cen dluhopisů způsobené nedostatkem důvěry na finančních trzích a v důsledku úvěrového rizika. Pro investování a akumulaci kapitálu skrze podílové fondy je v současné době doporučováno *pravidelné investování* s využíváním principu průměrkování cen (*cost-average efekt*), které umožňuje relativně stabilní vývoj hodnoty portfolia, přestože v čase dochází k volatilitě tržních cen podkladových aktiv. Nejvhodnější okamžiky pro nákupy skrze pravidelné investování stejně jako u jednorázového investování jsou v době, kdy se **tržní hodnota cenných papírů nachází pod průměrnou nákupní hodnotou** například za pět let. Zde se nabízí otázka, zda právě v současnosti nedochází k „výprodejům“ akcií, jak zmínil Warren Buffet.

### **III. PROJEKT**

## 6 PROVEDENÍ PREDIKCE VÝVOJE PODÍLOVÝCH FONDŮ

Historie mnohokrát potvrdila, že se finanční trhy v jednotlivých zemích nepohybují v izolaci a navzájem se ovlivňují. Pomocí fundamentální a psychologické analýzy (FA, PA) navazující na makroekonomickou analýzu se pokusíme odhadnout vývoj na trhu *ve střednědobém až dlouhodobém horizontu*. Technickou analýzu a mezitržní technickou analýzu (TA a MTA) využijeme k prognóze finančních trhů v *krátkodobém a střednědobém horizontu*. Při predikování finančních trhů pomocí TA a MTA se zaměříme na vývoj tržních indexů v rámci akciových, dluhopisových, měnových a komoditních trhů v USA, které nejvíce ovlivňují okolní finanční trhy v dalších zemích. Ze závěrů FA, TA, PA a vzájemných interakcí zjištěných pomocí MTA následně vyvodíme závěry pro predikci budoucího vývoje aplikovatelné na finanční trhy v ČR a dále na jednotlivé hlavní typy podílových fondů. Při provádění TA a MTA jsem čerpala především z práce Johna J. Murphyho<sup>118</sup>. Velice zjednodušeně lze vyvodit z práce Johna J. Murphyho tento zjednodušený vztah platný i inverzně:

$$\downarrow \text{USdolar} \Rightarrow \uparrow \text{komodity} \Rightarrow \uparrow \text{IR} \Rightarrow \downarrow \text{dluhopisy} \Rightarrow \downarrow \text{akcie}$$

### 6.1 Provedení predikce pomocí fundamentální analýzy (FA)

*„Fundamental analysis is good for long-term investments based on long-term trends, very long-term. The ability to identify and predict long-term economic, demographic, technologi-*

<sup>118</sup> MURPHY, John. *Intermarket Technical Analysis: Trading Strategies for the Global Stock, Bond, Commodity, and Currency Markets*. New York: JOHN WILEY & SONS, INC., 1991. 282 s. ISBN 0-471-52433-6.

Podle Johna J. Murphyho existují 3 základní klíčové vztahy spojující základní čtyři finanční trhy, které využijeme při MTA:

- Inverzní vztah mezi komoditami a dluhopisy.
- Inverzní vztah mezi US dolarem a komoditami.
- Pozitivní vztah mezi dluhopisy a akciemi.

Tyto vztahy dále doplňuje John J. Murphy o pozitivní vztah mezi komoditami a úrokovými sazbami, a tedy o inverzní vztah mezi úrokovými sazbami a dluhopisy. Pokud je jeden či více z popsaných vztahů porušen, je třeba na trhy nahlížet se zřetelem a hledat signály změny hlavního trendu. Během deflace mohou dluhopisy dočasně růst i při poklesu akcií a naopak. Dále si na základě knihy Johna J. Murphyho stanovují další hypotézy:

- Ceny dluhopisu jsou odvislé od ceny komodit. Ty se odvíjejí směrem, kterým se pohybuje měna, tedy v našem případě dolar.
- Rostoucí úrokové míry zvyšují výnosy z dluhopisu, a tedy snižují ceny dluhopisu a naopak pokles úrokových měř snižuje výnosy z dluhopisu a roste cena dluhopisů.
- Trendy dluhopisu se obvykle vyvíjejí stejně jako trendy akcií, a tedy rostoucí trendy, například pokles dluhopisů předznamenává pokles akcií.
- Klesající US dolar není dobrou zprávou pro trh akcií a dluhopisu a naopak.
- Rostoucí US dolar je protinflační a klesající US dolar je proinflační.
- Růst indexu komodit je inflační a jeho pokles naopak deflační.
- Zlato vévodí komoditám.
- Dow index následuje trh dluhopisů a vede akciový trh.

Trh akcií vedou následující sektory: Car Manufacturing, Saving and Loans, Security Brokerage Firms a Interest Sensitive Stocks. V práci jsme pro analyzování MTA využili následující indexy:

*cal or consumer trends can benefit patient investors who pick the right industry groups or companies,*“ nalezneme k pojmu FA na Stockcharts.com<sup>119</sup>.

### 6.1.1 Globální FA

V této části se zaměříme na **predikci hlavních ukazatelů globální fundamentální analýzy**. A to především hlavních indexů v USA, protože ovlivňují finanční trhy v ostatních zemích na světě. Navážeme tak na provedenou makroanalýzu, kterou doplníme o budoucí predikci ukazatelů makroekonomického vývoje s dopady na hlavní finanční trhy a na hlavní typy podkladových aktiv. Využijeme ukazatele makro úrovně, a to především vývoj úrokových sazeb, ukazatel HDP, inflace. Na základě zjištěných skutečností budeme moci odvodit závěry pro budoucí vývoj hlavních typů podílových fondů v závěrečné kapitole projektové části „*Zhodnocení budoucích vývojových trendů podílových fondů*“.

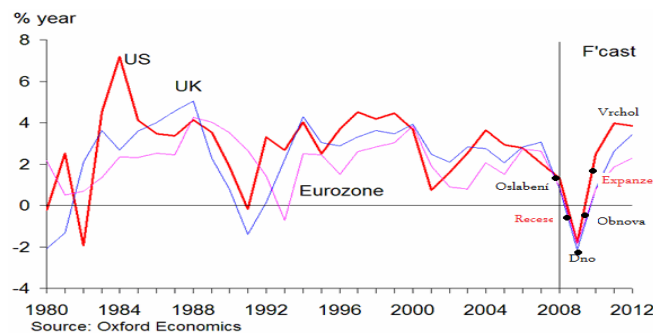
#### 6.1.1.1 HDP

Nejdříve se zaměříme na ukazatel HDP měřící celkovou hodnotu statků a služeb vytvořených na území daného státu. Finanční trhy tento ex-post ukazatel zveřejňovaný čtvrtletně pozorně analyzují, a dojde-li např. k vyšší dynamice hospodářství daného státu *než bylo očekáváno*, může tato zpráva vést k posílení státní měny na mezinárodním trhu. Nad očekávání vyšší dynamika hospodářství ovlivní pozitivně sentiment investorů, který se vlivem zvýšených nákupů projeví také v růstu cen akcií, dluhopisů, či indexů. Zvýšení tempa růstu HDP je tedy pozitivní zprávou, naopak vyhlášení poklesu růstu HDP znamená negativní zprávu pro budoucí vývoj finančních trhů. Velmi však záleží na očekávání investorů. Vývoj ukazatele HDP souvisí také s ekonomickým a hospodářským cyklem, kterému budeme věnovat pozornost v rámci *odvětvové (sektorové) analýzy* a v rámci *analýzy vybraných typů podílových fondů dle finančních instrumentů*. Ze zveřejněných čtvrtletních hodnot ukazatele HDP lze totiž téměř přesně zjistit, ve které fázi se daná ekonomika v rámci hospodářského a ekonomického cyklu nachází. Díky zjištění, ve které fázi se daná ekonomika nachází, můžeme správně identifikovat typicky rostoucí odvětví v dané fázi hospodářského cyklu a obvyklá

---

<sup>119</sup> STOCKCHARTS.COM. Fundamentals analysis [online]. 2008-05-29 [Cit. 2009-03-30, 1715:]. Dostupné na [www:<http://stockcharts.com/school/doku.php?id=chart\\_school:overview:fundamental\\_analysis>](http://stockcharts.com/school/doku.php?id=chart_school:overview:fundamental_analysis).

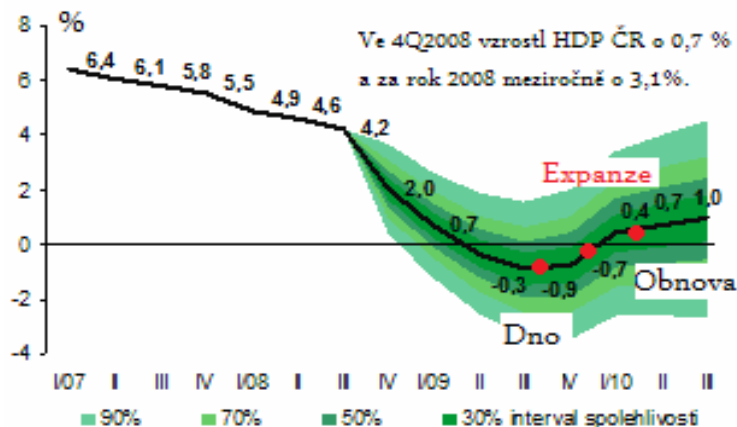
růstová podkladová aktiva. Správně fundamentálně podloženou identifikací fáze vývoje ekonomiky lze následně jednoduše přizpůsobovat a přehodnocovat skladbu investic.



Obr. 18 Prognóza růstu HDP v USA, UK a Eurozóny.

Zdroj [Oxford Economics]

Podle predikce (obr.18) společnosti *Oxford Economics*<sup>120</sup> dojde k obnově a k opětovnému meziročnímu růstu HDP hlavních ekonomických center již ke konci roku 2009. V roce 2009 je očekáván meziroční pokles reálného HDP ČR ve výši 0,3 procent podle aktuální prognózy ČNB zveřejněné 5. února 2009 (obr.19). Pro rok 2010 je ČNB očekáván opětovný meziroční růst reálného HDP ČR ve výši 0,9 procent. Na základě predikce čtvrtletních meziročních přírůstků reálného HDP zveřejněné ČNB lze očekávat první přírůstek HDP v ČR až v prvním kvartále roku 2010. V roce 2009 je největší meziroční pokles reálného HDP očekáván ve třetím čtvrtletí, kdy by měla česká ekonomika poklesnout o 0,9 procent.

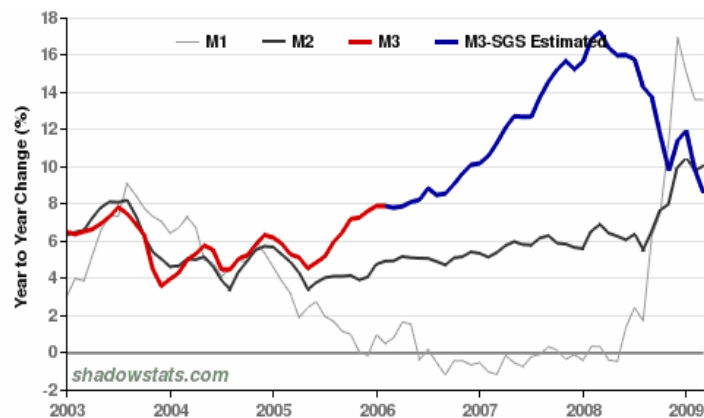


Obr. 19 Prognóza HDP v ČR. Zdroj [ČNB]

<sup>120</sup> Společnost Oxford Economics byla založena v roce 1981 jako obchodní ventures s Oxford University University's Business College. Přípravuje ekonomické analýzy a prognózy mezinárodním institucím i vládám. K nalezení na webu: <http://www.oef.com/>.

### 6.1.1.2 Peněžní zásoba a její vývoj

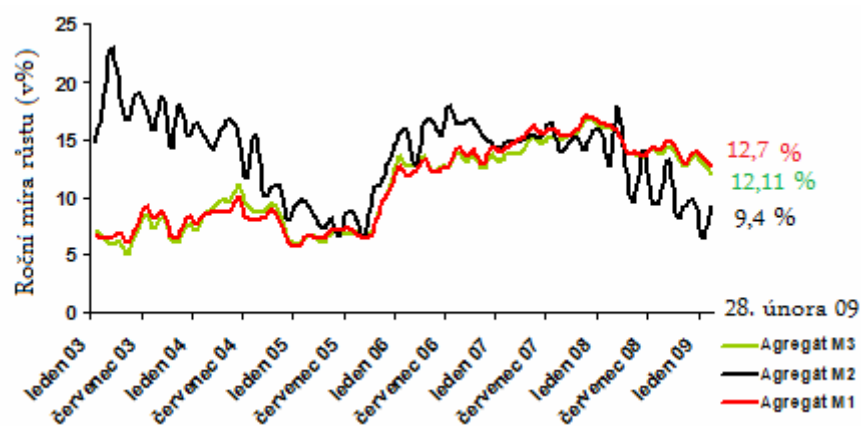
Peněžní zásoba je hlavním makroekonomickým předstihovým ukazatelem, protože informuje o množství peněz, které bylo za sledované období v ekonomice. Pokud by byl růst peněžní zásoby nepřiměřený, signalizoval by možný vznik inflace a možný pozdější zásah zvýšením úrokových sazeb centrální bankou, aby vzniku inflace předešla.



Obr. 20 Průměrná meziroční růst peněžních agregátů v USA.

Zdroj [Williams, John. Shadowstats.com]

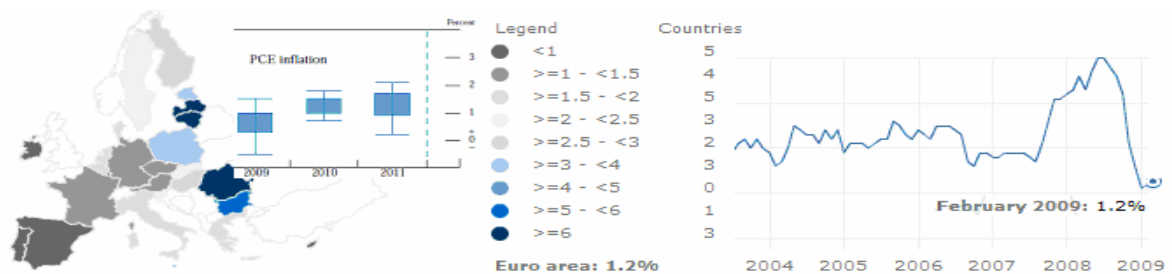
V současnosti můžeme pozorovat menší meziroční růst peněžní zásoby v USA než v předcházejících letech (obr.20). Snižování zásoby signalizuje začínající deflaci v americké ekonomice s následnými zásahy Fedu snižováním základních úrokových sazeb. V ČR můžeme pozorovat obdobný vývoj (obr.21). Od roku 2008 klesá roční míra růstu agregátu M2, hlavního indikátoru inflace. V reakci ČNB v únoru 2009 snížila 2T repo sazbu na hodnotu 1,75.



Obr. 21 Roční míra růstu agregátů M1, M2 a M3 v ČR. Zdroj [Vlastní]

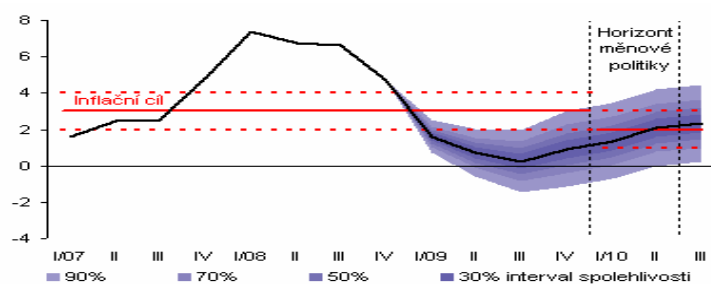
### 6.1.1.3 Inflace

Růst cenové hladiny v ekonomice se měří indexem spotřebitelských cen CPI (*Consumer Price Index*), indexem cen výrobců PPI (*Producer Price Index*) nebo deflátorem HDP. Za stabilní inflaci se považuje inflace ve výši 2-3 procent. Vysoká inflace nebo deflace mají na ekonomiku a finanční trhy negativní vliv. Růst indexů způsobený růstem peněžní nabídky a růstem cen komodit vede k růstu úrokových sazeb a dále k poklesu cen dluhopisů. Dlouhodobý růst inflace může způsobit oslabení dolaru vůči jiným měnám. Inverzně je proces platný při poklesu inflace. **V Eurozóně došlo v roce 2009 k výraznému poklesu inflace měřeno indexem CPI. Míra inflace dosahovala v únoru 1,2 procent (obr.22).** Na inflační mapě si můžeme blíže prohlédnout dosaženou únorovou míru inflace měřenou indexem HCPI v zemích Eurozóny. **ECB prognózuje pro eurozónu 1 procentní růst inflace v roce 2009 a 2 procentní růst v roce 2011.** V USA panují obavy z deflace vlivem poklesu peněžní nabídky. Podle prognózy CPI (*příloha PXIV*) USA dosáhne dna deflace v červnu 2009 ve výši -2 procent. Nulové inflace dosáhne USA podle predikce v říjnu 2009 a 2,5 procentní inflace v únoru 2010. Vlivem zapůsobení sanačních balíčků v polovině roku 2009 může být scénář odlišný.



Obr. 22 Celková harmonizovaná míra inflace v Evropě (HICP). Zdroj [European Central Bank]

V ČR index CPI v únoru meziročně rostl 2 procenty. V aktuální prognóze ČNB (*obr.23*) je ve 2Q 2009 očekáván meziroční 0,7 procentní přírůstek CPI, ve 3Q 0,2 procentní meziroční přírůstek a ve 4Q 0,9 procentní meziroční přírůstek CPI. V 1Q 2010 je dále očekáván meziroční přírůstek CPI ve výši 1,4 procent a ve 2Q ve výši 2,1 procent. Ve 3Q 2009 by tedy mělo dojít v ČR k ukončení období dezinflace.

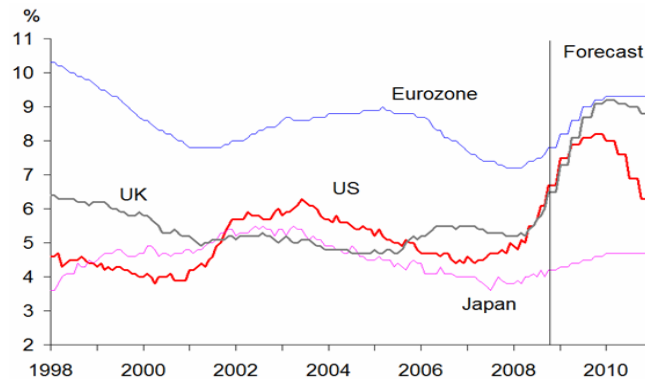


Obr. 23 Prognóza inflace v ČR. Zdroj [ČNB]



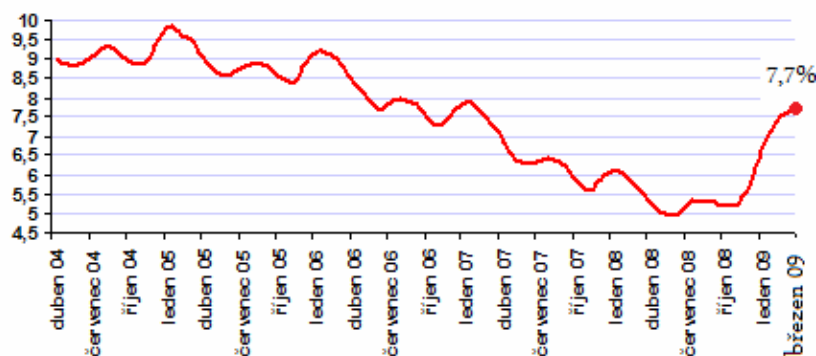
#### 6.1.1.4 Nezaměstnanost

*Hladina míry nezaměstnanosti* představuje jeden z nejdůležitějších ukazatelů vypovídajících o kondici ekonomiky. Trvalý růst úrovně nezaměstnanosti je projevem zhoršení hospodářské situace země a pro finanční trhy má negativní vliv, zejména pro trhy měnové a akciové.



Obr. 24 Prognóza nezaměstnanosti. Zdroj [Haver Analytics]

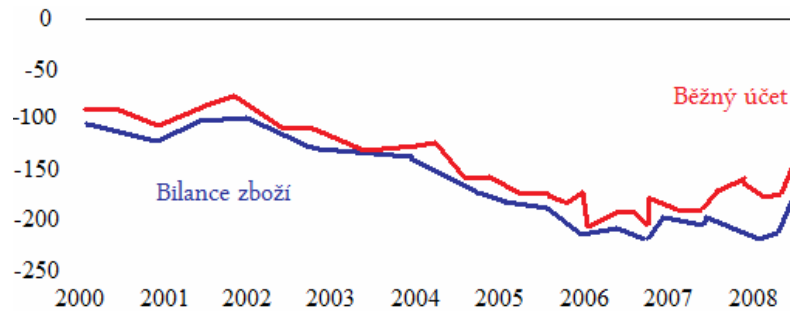
Od poloviny roku 2008 dochází k výraznému **světovému trendu růstu míry nezaměstnanosti** (obr.24), což vypovídá o **zhoršení kondice hospodářství sledovaných zemí**. **Jobless Claims Rate** (míra žádostí nezaměstnaných o podporu v USA) dne 28. března 2009 **dosáhla 25ti letého maxima**, lze tedy nadále očekávat pokles míry nezaměstnanosti v USA. Pozitivním signálem je, že v únoru vzrostly o 1,8 procent objednávky průmyslových podniků po zboží dlouhodobé spotřeby. Tato skutečnost indikuje možnost zvýšení budoucí produkce a odražení ode dna výrobního ochabnutí. Podle predikce *Haver Analytics* dosáhne **míra nezaměstnanosti v USA vrcholu koncem roku 2009 na přibližné hodnotě 8,3 procent**. Následně by mělo v USA docházet k poklesu nezaměstnanosti. **V ČR** můžeme pozorovat také **růst míry nezaměstnanosti**, která v březnu 2009 dosáhla výše 7,7 procent. V budoucnu lze očekávat obdobný scénář vývoje míry nezaměstnanosti také v ČR.



Obr. 25 Míra nezaměstnanosti v ČR. Zdroj [Vlastní]

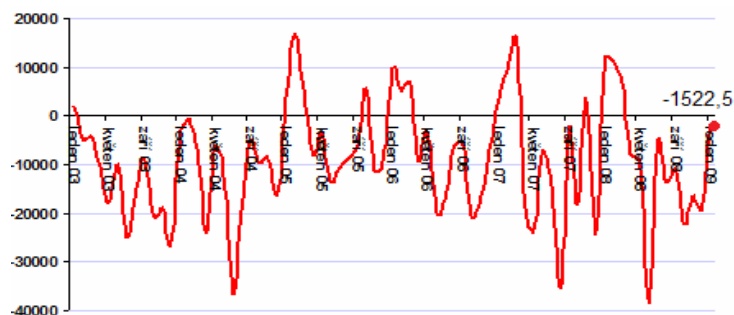
### 6.1.1.5 Běžný účet platební bilance (Current Account)

*Běžný účet* je významnou částí platební bilance a zahrnuje obchodní bilanci, bilanci služeb, bilanci výnosů a bilanci převodů dané země. Kladná výše ukazatele indikuje příliv kapitálu do země a má kladný vliv na státní měnu. Americký dolar jako hlavní světová rezervní měna má však osobitá specifika, proto jej běžný účet neovlivňuje natolik jako jiné měny. Velký vliv má hodnota běžného účtu platební bilance na posilování a oslabování české koruny.



Obr. 26 Sezónně očištěný běžný účet USA v bil. USD. Zdroj [Vlastní]

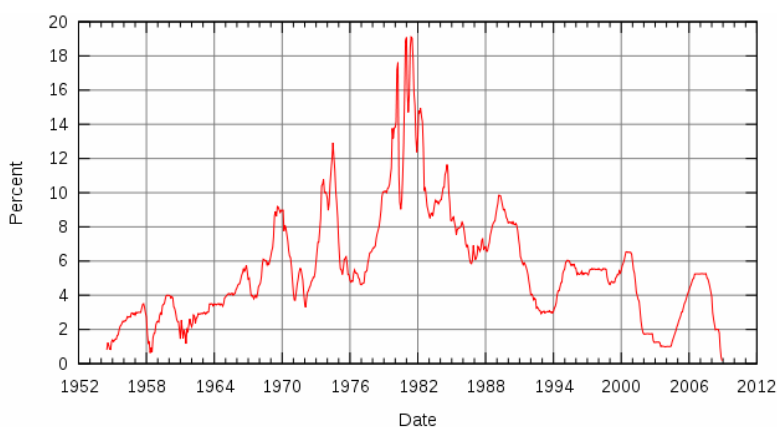
**Ve 4Q 2008 se snížil nad očekávání deficit běžného účtu platební bilance** ze 181 bilionu USD na 132 bilionu USD. A to především poklesem deficitu obchodní bilance, kdy ve 4Q 2008 klesal dovoz více než vývoz. Ve 4Q 2008 dále klesaly příjmy z mezinárodního obchodu, stejně jako čisté finanční příjmy způsobené poklesem hodnoty majetku USA v zahraničí. **Mezi lety 2007 a 2008 poklesl deficit běžného účtu ze 731 bilionu USD o téměř 8 procent na 673 bilionu USD** především díky růstu přebytku bilance služeb a výnosů. Negativně působil růst transferů a deficit obchodní bilance. **V ČR došlo v lednu 2009 k měsíčnímu snížení deficitu běžného účtu** díky přebytku bilance služeb ve výši 4,4 mld. Kč a přebytku zahraničního obchodu ve výši 15,2 mld. Kč. Dvanáctiměsíční deficit běžného účtu se vrátil pod hranici 100 mld. Kč. Podle odhadu *Patria* by měl deficit běžného účtu v 1Q 2009 klesnout z loňských 2,5 procent HDP na 2,2 procenta HDP, což povede k posílení CZK.



Obr. 27 Saldo běžného účtu platební bilance ČR v mil. Kč. Zdroj [Vlastní]

### 6.1.1.6 Úrokové sazby

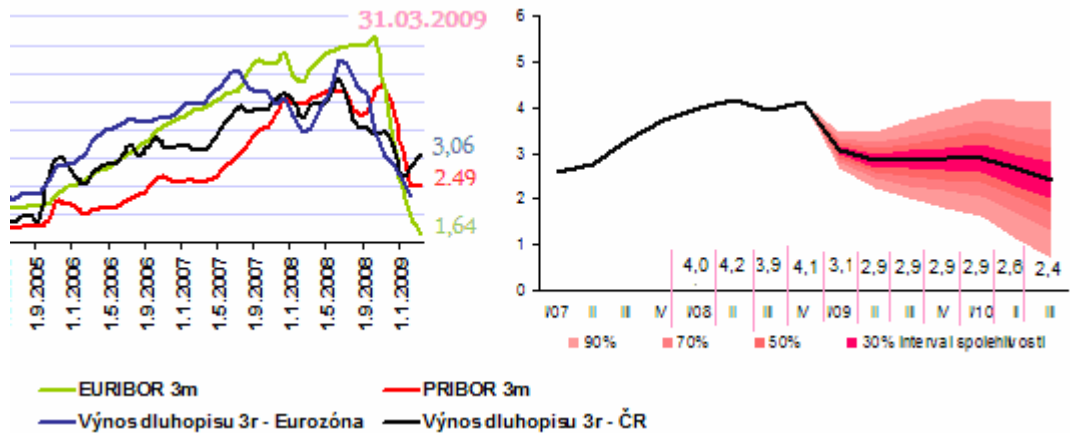
Úrokové sazby jsou základními makroekonomickými ukazateli ekonomiky a jsou nákladem za půjčení peněžních prostředků. Základní úrokové sazby slouží jako nástroj centrálních bank při realizaci cenové stability. Platí, že v *inflačním období* charakterizované růstem cen komodit centrální banky *zvyšující úrokové míry* ve snaze utlumit znehodnocení peněz snížením jejich množství v ekonomice. V reakci na zvýšení úrokových sazeb dochází k *poklesu cen dluhopisů* při současném růstu výnosů z dluhopisů s fixní výší kuponu. Inverzně je platný *vztah v dezinflačním období, kdy dochází k poklesu úrokových sazeb*. Z hodnot základních úrokových sazeb lze odhadovat fázi vývoje v rámci hospodářského cyklu. Změna úrokových sazeb významně ovlivňuje finanční trhy a má dopad na výši splátek úvěrů a hypoték. V USA je základní úroková sazba na federální fondy (*Federal Funds Rate*) určována Výborem pro volný trh *Federal Reserve Board*. Od této základní sazby je odvozována úroková sazba *Prime Rate*, za kterou poskytují americké banky úvěry svým nejlepším klientům. V současné době dochází v důsledku kontrakce ekonomik k **obecné tendenci snižování úrokových sazeb**.



Obr. 28 Federal Funds Rate. Zdroj [Wikipedia]

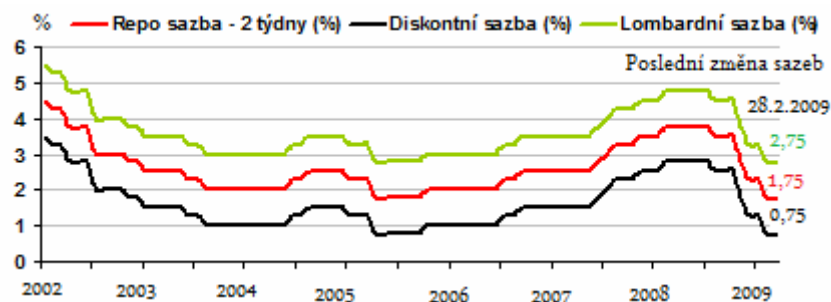
V roce 2009 došlo v USA k **meziročnímu snížení Federal Funds Rate o 2 procentní body** a FED přistoupil k cílové hladině základní úrokové sazby v rozmezí **0-0,25** (obr.28). V březnu 2009 činila sazba *Federal Funds Rate* 0,25 procent a úroková sazba *Prime Rate* 3,25 procent. Aktuální 30ti letá fixační sazba na hypotéky činila v USA 5 procent. **Růst úrokových sazeb lze očekávat až ve fázi expanze ekonomiky**. Od 3Q 2009 dochází k **poklesu také hlavních úrokových sazeb mezibankovního trhu**, tedy sazeb 3M PRIBOR a 3M EURIBOR (obr.29). Pražská mezibankovní sazba, která je klíčová pro určování refe-

renční sazby na hypoteční úvěry, navázala v lednu 2009 na pokles londýnské mezibankovní sazby a k březnu 2009 sazba PRIBOR dosáhla výše 2,49 procent.



Obr. 29 Úrokové sazby finančních trhů a prognóza 3M PRIBOR. Zdroj [ČNB]

V aktuální prognóze ČNB (obr.29) zveřejněné 5. února 2009 je pro 1Q 2009 očekávána úroková sazba 3M PRIBOR ve výši 2,9 procent. Ve druhém čtvrtletí prognóza ČNB kalkuluje s 2,6 procentní výší 3M PRIBOR. Podle této prognózy ČNB lze v příštím roce očekávat snížení i ostatních úrokových sazeb v ČR. Změnou 2T repo sazby se snaží ČNB dosáhnout cenové stability tak, aby výsledná inflace byla v horizontu plánované měnové politiky zveřejněné v prognóze inflace. Aktuální základní 2T repo sazba k 28. únoru 2009 dosahuje v ČR 1,75 procent, diskontní sazba 0,75 procent a lombardní sazba 2,75 procent (obr.30).

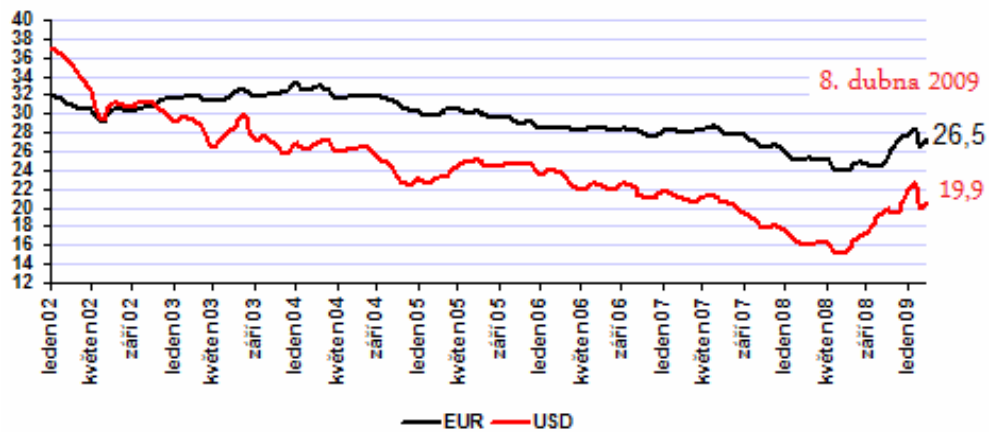


Obr. 30 Základní úrokové sazby vyhlášené ČNB. Zdroj [Vlastní]

### 6.1.1.7 Měnový kurz

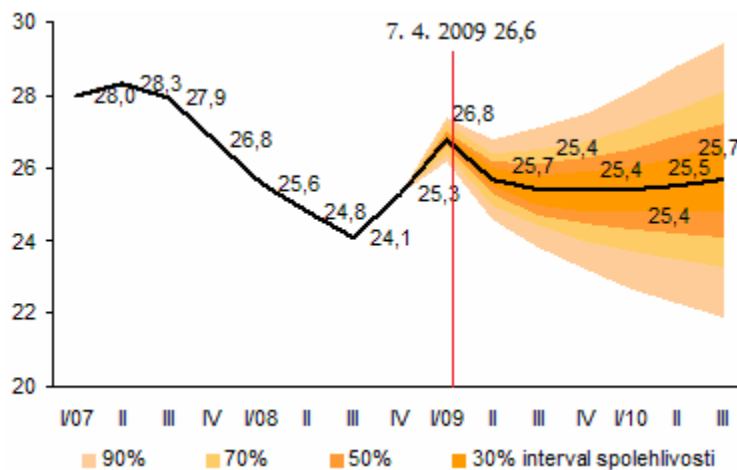
Snížování úroků a oslabení americké ekonomiky působí na pokles amerického dolaru. V krátkodobém výhledu je očekáváno zvýšení úrokových sazeb, a proto lze v krátkodobém horizontu očekávat pokračování oslabení dolaru. Evropská ekonomika, podobně jako ta americká, se v současnosti nachází v období kontrakce, v dezinflační fázi a s rostoucí oba-

vou z deflace. Očekává se, že ECP přistoupí k dalšímu snižování úrokových sazeb a k přímému zvyšování množství peněz v oběhu, což povede k dalšímu oslabení měny. **V dlouhodobém horizontu očekávám mírné oslabení amerického dolaru** z fundamentálních příčin, uveďme příkladem vysoký schodek státního rozpočtu nebo vysoký deficit běžného účtu. Vývoj průměrného měsíčního vývoje kurzu CZK/EUR a CZK/USD zobrazuje *obr.31*.



Obr. 31 Průměrný měsíční vývoj kurzu CZK/EUR a CZK/USD. Zdroj [vlastní]

V aktuální prognóze ČNB (*obr.32*) je rok 2009 očekáván kurz CZK/EUR ve výši 25,8 a pro rok 2010 ve výši 25,6. Na základě této prognózy by mělo mezi lety 2009 a 2010 dojít k mírnému oslabení české koruny vůči euru. Analytici belgicko-nizozemské finanční skupiny *Fortis* očekávají, že v krátkodobém výhledu americký dolar oslabí. Ztráta hodnoty bude vyšší než u eura.

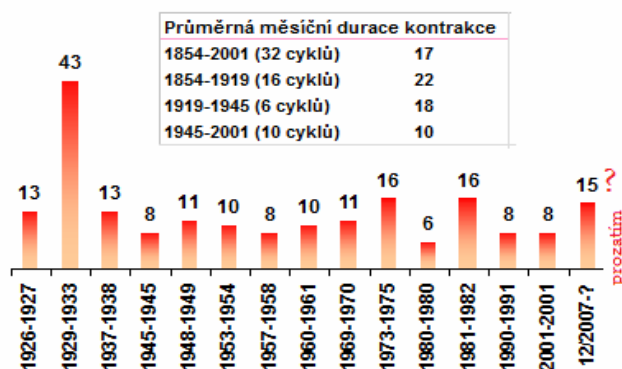


Obr. 32 Prognóza kurzu CZK/EUR. Zdroj [ČNB]

### 6.1.1.8 Kontrakční fáze hospodářského cyklu

Světová banka ve zprávě o světové ekonomice z 9. března 2009 upozornila na letošní pokles globální ekonomiky i světového obchodu a prognózovala první celosvětový propad od konce druhé světové války. Tento názor sdílí také Mezinárodní měnový fond.<sup>121</sup>

Ekonomické a politické šoky mají na ekonomiku a na finanční trhy silně negativní vliv. Zhoršení politické a ekonomické situace může vést např. k prudkému stažení investovaných prostředků a ke snížení likvidity na finančních trzích. V současné době ekonomika USA, podobně jako ostatní ekonomiky, prochází v rámci hospodářského cyklu kontrakcí, která bývá přirovnávána k období Velké deprese. Odpověď na otázku, *kdy v USA skončí kontrakční fáze ekonomiky, a kdy finálně dojde k její obnově*, se může skrývat v **analýze hospodářského cyklu, zkoumáním durací recesních fází** (obr.33). V USA se během let 1854-2001 vystřídalo 32 hospodářských cyklů a 32krát se americká ekonomika nalézala ve fázi poklesu. Podle zjištěných dat (obr.33) průměrná durace kontrakce činí 13 měsíců a celý hospodářský cyklus trvá průměrně 4,6 let. Nejdéle (3,5 roku) fáze kontrakce trvala v období Velké deprese v letech 1929-1933. A právě k období Velké deprese, bývá přirovnávána současná kontrakce ekonomiky, která započala v prosinci 2007 a prozatím neskončila. Prozatím tedy trvá 15 měsíců. Pokud je skutečně výkyv ekonomiky natolik silný, jako v období let 1929 a 1933, mohla by fáze kontrakce trvat ještě dalších 28 měsíců než by nastala expanze ekonomiky ve formě reálného růstu HDP. Kdy dojde skutečně k obratu napoví TA a MTA.



Obr. 33 Měsíční durace kontrakce americké ekonomiky ve 20. stol. Zdroj [National Bureau of Economic Research].

<sup>121</sup> MESEC.CZ Světová ekonomika zřejmě zažije propad. *Aktuality* [online]. 2009-03-09 [Cit. 2009-03-13, 14:50]. Dostupné na [www.mesec.cz/aktuality/svetova-ekonomika-zrejme-zazije-propad/](http://www.mesec.cz/aktuality/svetova-ekonomika-zrejme-zazije-propad/).

Na otázku, *kdy v USA skončí kontrakční fáze ekonomiky, a kdy finálně dojde k její obnově*, však také odpovídala řada odborníků (*tab.9*). V názorech na skončení současné finanční krize se ekonomové po celém světě různí, ale i optimistické scénáře počítají s oživením ekonomik nejdříve za rok. Podle ekonoma a člena Národní ekonomické rady **Pavla Kohouta**<sup>122</sup> je finanční krize víceméně vyřešena: „*Bankovní obchody jsou sice stále v kritickém stavu, ale to je jen otázka času. Postupně se důvěra obnoví a mezibankovní trh opět začne plnit svoji funkci.*“ **Jeffrey Frankel**, profesor Harvardské univerzity, tvrdí<sup>123</sup>: „*Je jasné, že se situace nevyřeší během několika příštích měsíců, budeme rádi, když krize skončí v polovině příštího roku.*“ **Christian Noyer**, guvernér francouzské centrální banky, z poklesu inflace a přijatých opatření na oživení ekonomiky usuzuje<sup>124</sup>: „*Silný hospodářský útlum, který sužuje řadu zemí světa včetně států Evropské unie, by mohl skončit ještě v letošním roce.*“ Šéf Mezinárodního měnového fondu **Dominique Strauss-Kahn**, řekl<sup>125</sup>: „*S následky finanční krize se světová ekonomika bude potýkat nejméně v příštích dvou až třech letech... První známky zlepšování situace se nicméně podle šéfa měnového fondu mohou objevit už ve druhé půlce letošního roku. Obnova však nezačne dřív než v roce 2010.*“ **Michael Buhl**, ředitel vídeňské burzy, v interview<sup>126</sup> pro ČT24 předpovídá: „*Rok 2009 bude asi složitý, rok 2010 bude také stále ještě složitý a v roce 2011 už bychom měli mít v ekonomice nějaký obecný vzrůst. Jinými slovy to znamená, že burzy naskočí asi v prvním pololetí 2010. Pak by burzy mohly růst přímo raketově.*“ **Ben Bernanke** v Kongresu<sup>127</sup> řekl: „*Pokud kroky podniknuté administrativou, Kongresem a Federálními rezervami směřující k obnovení určité míry finanční stability budou úspěšné - a podle mého názoru jen v takovémto případě - existují dobré vyhlídky, že současná recese skončí v roce 2009 a že rok 2010 bude rokem oživení.*“ Analytik **Petr Du-**

<sup>122</sup> ČTK. Experti: Finanční krize končí, nahrazuje ji hospodářská. *Zpráva ČTK* [online]. 2009-01-12 [cit. 2009-03-08, 14:37]. Dostupné na [www: <http://www.sds.cz/rservice.php?akce=tisk&cisloclanku=2009011401>](http://www.sds.cz/rservice.php?akce=tisk&cisloclanku=2009011401).

<sup>123</sup> KAIFER, Christian. Kdy skončí krize v USA?. *Článek Kurzy.cz* [online]. 2008-12-02 [cit. 2009-03-07, 15:00]. Dostupné na [www: <http://www.kurzy.cz/zpravy/158547-kdy-skonci-krize-v-usa/>](http://www.kurzy.cz/zpravy/158547-kdy-skonci-krize-v-usa/).

<sup>124</sup> ČT24. Francouzská centrální banka: Recese by mohla letos skončit. *Článek ČT24* [online]. 2009-02-07 [cit. 2009-03-07, 18:00]. Dostupné na [www: <http://www.ct24.cz/ekonomika/svetova-financni-krize/44874-francouzska-centralni-banka-recese-by-mohla-letos-skoncit/>](http://www.ct24.cz/ekonomika/svetova-financni-krize/44874-francouzska-centralni-banka-recese-by-mohla-letos-skoncit/).

<sup>125</sup> ČT24. Šéf měnového fondu: Svět krizi nepřekoná dřív než za dva roky. *Článek ČT24* [online]. 2008-01-21 [cit. 2009-03-07, 10:00]. Dostupné na [www: <http://master.ct24.cz/ekonomika/42351-sef-menoveho-fondu-svet-krizi-neprekona-driv-nez-za-dva-roky/>](http://master.ct24.cz/ekonomika/42351-sef-menoveho-fondu-svet-krizi-neprekona-driv-nez-za-dva-roky/).

<sup>126</sup> ČT24. Švejar: Růst cen akcií? Zřejmě až za pár let!. *Článek ČT24* [online]. 2008-03-05 [cit. 2009-03-08, 14:00]. Dostupné na [www: <http://www.ct24.cz/ekonomika/47634-rust-cen-akcii-zrejme-az-za-par-let/>](http://www.ct24.cz/ekonomika/47634-rust-cen-akcii-zrejme-az-za-par-let/).

<sup>127</sup> RAMPELL, C., HEALY, J. Fed Chairman Says Recession Will Extend Through the Year *The NY Times* [online]. 2009-02-24 [cit. 2009-03-03]. Dostupné na [www: <http://www.nytimes.com/2009/02/25/business/economy/25econ.html?scp=1&sq=25econ&st=cse>](http://www.nytimes.com/2009/02/25/business/economy/25econ.html?scp=1&sq=25econ&st=cse).

fek odhaduje<sup>128</sup>, že krize by mohla skončit do roku 2010: „Panuje všeobecná shoda v tom, že dna dosáhne evropská ekonomika někdy v druhé polovině letošního roku a k mírnému růstu se navrátí v roce 2010. To je poměrně konzervativní odhad a byl bych rád, kdyby se naplnil... Osobně se domnívám, že prognózy o jednoprocenním a menším propadu jsou poměrně optimistické, podle mého názoru se HDP eurozóny propadne kolem dvou procent, popřípadě i více.“ **J. C. Trichet** také věří<sup>129</sup>, že obnova začne rokem 2010. Ekonom **Jan Švejnar** v interview<sup>130</sup> pro ČT24 uvedl: „Myslím si, že se k němu blížíme, problém je, že stále ještě nevíme, kde přesně to dno je.“ Smutnou skutečností je podle něj neustále pokračující přísun špatných zpráv přicházejících z finančního světa. **Warren Buffet** však nabádá ve svém článku<sup>131</sup> k optimismu: „Je pravděpodobné, že se trh vydá směrem vzhůru, možná i podstatně, dlouho předtím, než dojde k obratu nálady či samotné ekonomiky. Pokud tedy čekáte na první vlaštovku, můžete propásnout jaro,“ varuje čtenáře a argumentuje příklady z historie.“

Tab. 9 Odhady odborníků na konec krize

	2Q 2009	4Q 2009	2010	2011
J. Frankel	x			
Ch. Noyer		x		
D. Kahn			x	
M. Buhl				x
B. Bernanke		x		
P. Dufek			x	
J. Trichet			x	

Zdroj: Vlastní.

### 6.1.2 Odvětvová FA v rámci akciového trhu

„Investování na bázi sektorové rotace je založeno na schopnosti správně odhadnout vývoj cyklu a schopnosti vybrat správná odvětví,“ uvádí<sup>132</sup> Jiří Soustružník.

<sup>128</sup> ČESKÝ ROZHLAS. Analytik Petr Dufek: Hospodářská krize by mohla skončit v roce 2010. *Publicistika* [online]. 2009-02-12 [cit. 2009-03-12, 14:10]. Dostupné na www: <[http://www.rozhlas.cz/evropskaunie/publicistika/\\_zprava/547159](http://www.rozhlas.cz/evropskaunie/publicistika/_zprava/547159)>.

<sup>129</sup> EVROPSKÝ PARLAMENT. ECB's Trichet sees economic pick-up in 2010. *Tisková zpráva* [online]. 2009-01-21 [cit. 2009-03-12, 18:20]. Dostupné na www: <[http://www.europarl.europa.eu/news/expert/infopress\\_page/042-46607-019-01-04-907-20090119IPR46606-19-01-2009-2009-false/default\\_cs.htm](http://www.europarl.europa.eu/news/expert/infopress_page/042-46607-019-01-04-907-20090119IPR46606-19-01-2009-2009-false/default_cs.htm)>.

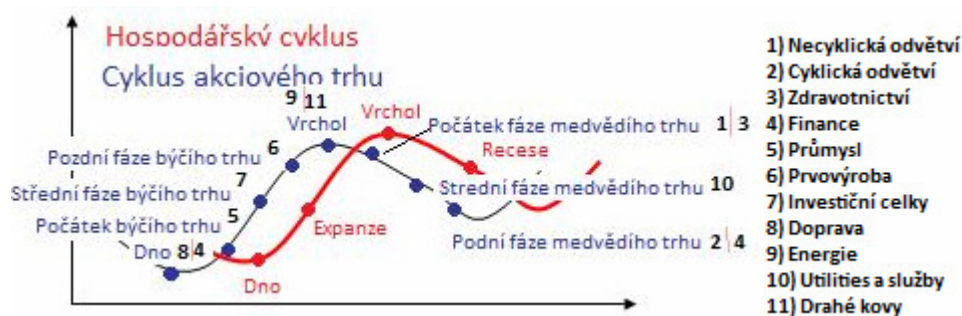
<sup>130</sup> MUSIL, J. Švejnar: Krizi jsme podcenili. *Článek ČT24* [online]. 2008-03-02 [cit. 2009-03-07, 14:00]. Dostupné na www: <<http://www.ct24.cz/ekonomika/svetova-financi-krize/47314-svejnar-krizi-jsme-podcenili/>>.

<sup>131</sup> BUFFET, Warren. Buy American. I Am. *The New York Times* [online]. 2008-10-16 [cit. 2009-03-03, 15:00]. Dostupné na www: <<http://www.nytimes.com/2008/10/17/opinion/17buffett.html?dbk>>.

<sup>132</sup> SOUSTRUŽNÍK, J. čeho se vyvarovat- fakta o sektorové rotaci. *Investiční okénko* [online]. 2008-01-07 [cit. 2009-03-30, 10:30]. Dostupné na www: <<http://www.csob.cz/bankcz/cz/SME/Trhy/Investicni-okenko/hzdetail?Info=3619>>.

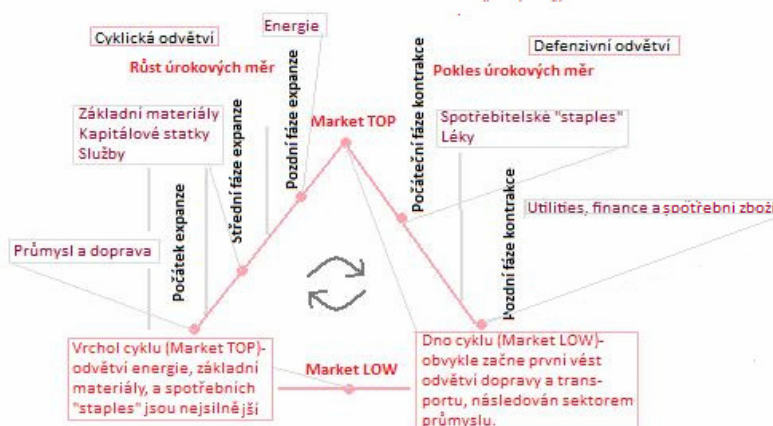


Fundamentální analýzu odvětví v rámci akciového trhu, která je využitelná i pro výběr akciových podílových fondů, provedeme za pomoci *analýzy průběhu hospodářského cyklu ve vztahu k cyklu akciového trhu*. Na obr.34 je zobrazena interakce hospodářského a akciového cyklu se znázorněním jednotlivých fází. Z obrázku je patrný názor některých ekonomů, že **cyklus akciového trhu předchází hospodářskému cyklu**, z čehož lze odvozovat **predikce** směru hospodářského vývoje v rámci hospodářského cyklu na základě zkoumání aktuální dosažené fáze v rámci cyklu akciového (např. v současnosti čekáme na odrazení ode dna u akciového cyklu jako na indikátor brzkého počátku obnovy a následné expanzivní fáze celé ekonomiky). Jakmile začne růst akciový trh (reprezentovaný např. indexem S&P 500 nebo indexem DJI), dojde s opožděním také k odrazení ekonomiky ode dna v hospodářském cyklu (reprezentovaný meziročním přírůstkem HDP). Jednotlivá čísla na obr.34 následně označují již odvětví, do kterých je vhodné v jednotlivých fázích cyklu investovat. Především se jedná o **cyklická odvětví** (např. stavebnictví, automobilový průmysl, strojírenství, elektrotechnický průmysl, bankovníctví a finanční služby), **defenzivní odvětví** (např. telekomunikace, kabelová televize, zábavní průmysl včetně kin a kasín) a **neutrální odvětví** (např. potravinářský a farmaceutický průmysl, hygienické a domácí potřeby). Velmi nápomocným nástrojem je globální průmysl **klasifikační systém S&P**, který člení odvětví do jednotlivých sektorů (např. energetika, finance, zdravotnictví, průmysl, informačních technologie, telekomunikační služby, a další), a které dále člení na jednotlivá odvětví. Tento klasifikační systém je obzvláště užitečný pro analýzu akciových podílových fondů, které investují svá aktiva v určitém odvětví. Je tomu tak proto, že fondy investujících do určitých odvětvích, mají lepší výkonnost během určité fáze hospodářského cyklu (např. sektorové fondy investující do cyklických odvětví jako např. do technologií, dosahují vyšší výkonnosti během expanzivní fáze hospodářského cyklu a naopak sektorovým fondům investujících do defenzivních odvětví jako např. do průmyslových odvětví vyrábějících potraviny, tabák či léky, se daří lépe během kontrakční fáze).



Obr. 34 Hospodářský a akciový cyklus. Zdroj [Kent N. Thune- vlastní překlad]

Ekonomika USA ovlivňující ostatní ekonomiky, se **prokazatelně nachází v kontrakční fázi**, která by podle odhadů měla být u konce nejdříve začátkem roku 2010. Podle mého odhadu se přesněji nachází v rámci cyklu akciového trhu u konce střední fáze medvědího trhu. V tomto období, pomineme-li možnost vůbec neinvestovat, bylo vhodné uplatňovat lépe **strategii „Sector Rotation over Business-Cycles“** než strategii „Buy-hold“, a to proto, že s touto strategií lze navíc ziskově investovat i v době poklesu akciových trhů a to formou správného výběru a timingu investic **prostřednictvím defenzivních akcií**.<sup>133</sup> **V této fázi (obr.35) dosahují vyšší výnosnosti sektorové akciové podílové fondy investující do defenzivních odvětví**, přesněji do akcií společností zabývajících se výrobou či prodejem **léčiv a spotřebitelských „staples“ produktů** (např. potraviny, nápoje, alkohol, tabák, léky, hygienické prostředky či výrobky pro domácnost).



Obr. 35 Sektorová rotace. Zdroj [Vlastní]

V současnosti v rámci akciového cyklu nastává podle mého názoru v USA **pozdní fáze medvědího trhu**, a tedy poslední kontrakční fáze. V této fázi cyklu se daří společnostem s dobrým fundamentem v **sektorech finance, spotřební zboží a utility**<sup>134</sup> (obr.35). Podle predikce (obr.18) dosáhne americká ekonomika dna již koncem roku 2009. Pomineme-li tuto predikci, TA a MTA, pak zjednodušeně poznáme fázi dna s navazující fází obnovy ekonomiky tak, že trhu jako první začne vévodit odvětví dopravy následované odvětvím průmyslu. Následná fáze expanze, s průměrnou durací 38 měsíců, by měla probíhat v rámci hospodářského cyklu ve třech fázích, a to počínaje počáteční expanzivní fází (obnovou), následovanou střední expanzivní fází a pozdní fází expanze konče (obr.35). Toto období

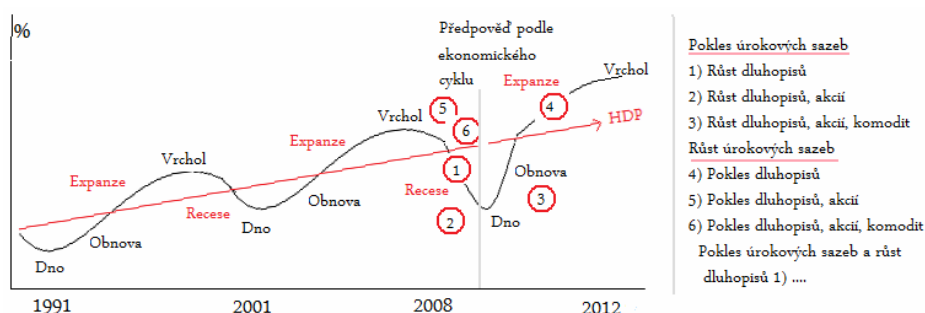
<sup>133</sup> Tato strategie však vyžaduje perfektní znalost a odhad cyklů pro správný výběr odvětví, firem, a následně fondů. Se strategií sektorové rotace jsou však také spojeny vyšší transakční náklady.

<sup>134</sup> Např. vodohospodářské utility, elektrické utility, plynové utility, zahraniční utility, diverzifikované utility

bude charakteristické především zvyšováním spotřebitelské poptávky a spotřeby, růstem reálného HDP, zvyšováním produkce, růstem zaměstnanosti, zvyšováním objednávek firem na materiál a transport, dojde k růstu plánovaných investic, ale také ke zvyšování úrokových sazeb FEDem. V rámci expanzivní fáze hospodářského cyklu jsou nadprůměrně zisková cyklická odvětví. **V počáteční expanzivní fázi**, jak již bylo zmíněno, je vhodné zvážit investice do akcií společností fungujících v rámci **odvětví průmyslu a dopravy**, která jsou prvními vůdci býčího akciového trhu. **Ve střední expanzivní fázi** ekonomiky se doporučuje v rámci sektorové rotace zaměřit pozornost na **odvětví základních materiálů, technologií, služeb či kapitálových statků**. **V pozdní expanzivní fázi** v rámci sektorové rotace se doporučuje zaměřit pozornost na **odvětví energetiky a na odvětví základních materiálů**. **V době vrcholu hospodářského cyklu** jsou již atraktivní společnosti zabývající se těžbou a prodejem **drahých kovů** a také společnosti nacházející se v **odvětví výroby a dodávek energie**. Od dosažení vrcholu se cyklus znovu zopakuje (obr.35).

### 6.1.3 FA základních typů podílových fondů (PFPT, DPF, APF, SPF)

V této části práce provedeme *fundamentální analýzu již samotných základních typů podílových fondů* s provedením odhadů možného budoucího směřování těchto podílových fondů. Využijeme zjištěných skutečností z globální a odvětvové FA, které aplikujeme na jednotlivé fondy, podle faktorů působení. K odhadům využijeme ještě znalosti *taktické alokace aktiv* (obr.36), která usnadňuje velmi obecně investorům odhadnout v rámci opakujících se fází hospodářského cyklu budoucí růstové podkladové aktivum.



Obr. 36 Taktická alokace aktiv. Zdroj [Vlastní]

Ještě než přistoupíme k samotné FA základních typů podílových fondů, podívejme se na souhrnný index  $MPF^{135}$  sledující vývoj hodnoty českých podílových fondů. Z obr.37 lze vyčíst, že výkonnost českých PF výrazně poklesla v polovině roku 2008. V 1Q 2009 nastalo v odvětví českých PF mírné oživení vlivem krátkodobého růstu na akciovém trhu v USA.

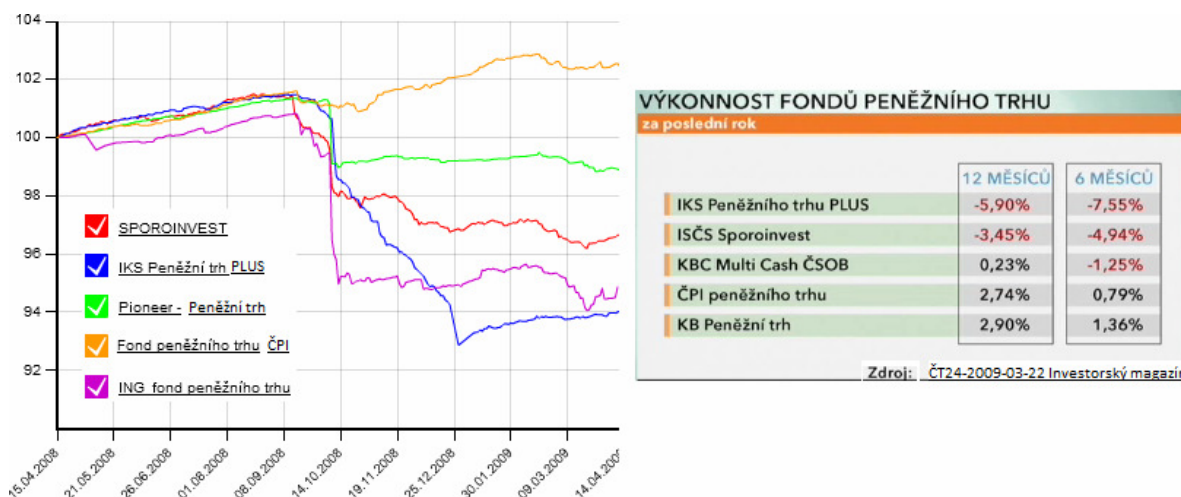


Obr. 37 Index MPF, který sleduje vývoj hodnoty českých PF. Zdroj [Mese.cz]

### 6.1.3.1 Podílové fondy peněžního trhu (PFPT)

Podílové fondy peněžního trhu investují peníze do málo rizikových instrumentů, tedy do krátkodobých kvalitních státních a korporátních dluhopisů se splatností do jednoho roku. Dále investují do státních pokladničních poukázek nebo využívají termínované vklady bank, u kterých lze díky velkému objemu investic dosáhnout lepších podmínek. Fondy peněžního trhu nakupují produkty s krátkou dobou splatnosti, které jsou na krátkém konci výnosové křivky a jsou na nominální úrovni úrokových sazeb, kdy po odečtení nákladů dostaneme finální výkonnost, která bývá obvykle nižší než základní 14ti denní repo sazba. Nejdůležitějším faktorem ovlivňující výkonnost českých PFPT v krátkém období je výše **úrokových sazeb**. Proto je také často investiční strategie fondů peněžního trhu založena na **predikci jejich vývoje**. V dlouhém období na tyto fondy působí dále **výkonnost ekonomiky** sledovaná za pomoci tempa růstu HDP. Při uložení peněz do fondu peněžního trhu v zahraniční měně je výnos ovlivňován také **kurzem koruny a dalších měn**. PFPT byly v roce 2008 v ČR nejvyhledávanějším typem PF (obr.14), PFPT tvořily 36ti procentní podíl celého trhu kolektivního investování a důvodem této obliby byla nepochybně extrémně zvýšená averze k riziku způsobená finanční krizí.

<sup>135</sup> Index MPF je indexem českých podílových fondů sestavovaný finančním serverem Měsec.cz. Index je sestaven z pěti největších (dle spravovaného jmění) českých akciových fondů, pěti dluhopisových fondů a čtyř fondů peněžního trhu.



Obr. 38. Vybraný vzorek PFPT v CZK a roční výkonnost. Zdroj [iFondy.cz; ČT24]

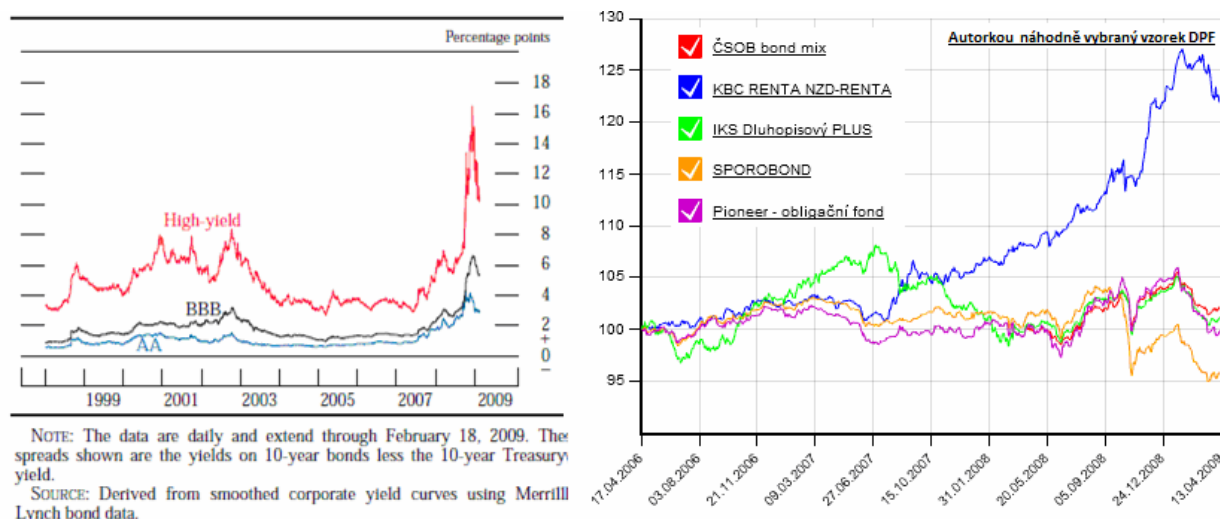
V současném desinflačním období charakteristickém poklesem cen komodit centrální banky snižují základní úrokové míry při realizaci expanzivní monetární politiky k podpoře růstu HDP, čímž zvyšují množství peněz v ekonomice. Očekávám, že **pokles úrokových sazeb**, který podle prognózy ČNB (obr.29) bude trvat do 2Q 2010 **může kladně působit na růst cen krátkodobých dluhopisů** a následně na **vyšší výnosnost fondů peněžního trhu investujících do krátkodobých kvalitních dluhopisů**. PFPT byly v historii zajímavé právě v době poklesu úrokových sazeb, protože výnosy PFPT klesaly se zpožděním za poklesem úroků a inflace, zatímco pokles úroků na termínovaných účtech v bankách se projevil téměř okamžitě. O kolik je potenciální zhodnocení investice ve PFPT výhodnější v porovnání s termínovaným vkladem, zjistí investor sledováním výnosu do splatnosti u krátkodobých dluhopisů. Je však třeba si také uvědomit, že **výnosy PFPT jsou většinou přímo definované výší úrokových měr**. V současné době je 14ti denní repo sazba ve výši 1,75 procentních bodů, která zhruba odpovídá možnému zhodnocení v rámci PFPT. Obecně platí, že úrokové míry v zásadě sledují vývoj inflace, i když v současné době, kdy probíhá finanční krize, centrální banky udržují nízké úrokové sazby a **výnosy nástrojů peněžního trhu jsou pod úrovní inflace. Fosahují proto často reálného záporného zhodnocení. S nižšími úrokovými sazbami klesají obecně výnosy nástrojů peněžního trhu a tedy i reálný výnos PFPT**. Pozitivní je, že nízké úrokové sazby mohou ekonomiku země krátkodobě povzbudit a přiblížit období meziročního růstu HDP, ve kterém obvykle dochází k růstu úrokových sazeb ke snížení inflačních tlaků. **V době, kdy úrokové sazby začnou růst**, očekávám, že tomu bude v období střední až pozdní fáze expanze hospodářského cyklu *v době kolem roku 2011 až 2012* např. podle predikce *Oxford Economics* (obr.18), by mohlo docházet **k růstu výnosů**

**nástrojů peněžního trhu**, a tedy k růstu výnosnosti PFPT, **dále k růstu výnosu do splatnosti u krátkodobých dluhopisů, avšak také k poklesu tržních cen krátkodobých likvidních dluhopisů** vlivem poklesu cen na dluhopisovém trhu v USA a následně v EU. **S poklesem cen dluhopisů roste kreditní prémie**, tedy výnos, který emitent dluhopisu nabízí investorům nad výnos bezpečných vládních dluhopisů. Než však dokáže PFPT zareagovat na růst inflace a na růst úrokových sazeb, lze u nich očekávat i několikaměsíční časovou prodlevu a periodu záporného reálného zhodnocení. Budoucnost PFPT závisí také na psychologii investorů a na využití alternativy uložení peněžních prostředků na bankovní účty, které v současnosti mohou klientům nabídnout úrok až ve výši 3-4 procenta, kampaňky dokonce 5-6 procent. Tento fakt by mohl vést k dalšímu odlivu aktiv z PFPT. Chuť investovat pomocí APF v souvislosti s možným dosažením dna akciového trhu v blízké době, může také způsobit přesun a odliv aktiv z PFPT.

#### 6.1.3.2 Dluhopisové podílové fondy (DPF)

V roce 2008 byly DPF třetí nejoblíbenější formou kolektivního investování (*obr.14*), hned za PFPT a za zajištěnými PF. V historii *v době poklesu úrokových sazeb*, dosahovaly DPF *velmi dobré výkonnosti*, protože s poklesem úrokových sazeb současně *rostou tržní ceny dluhopisů obchodovaných na finančním trhu*, které tvoří pro podílníky složku kapitálového zhodnocení. Snížení úrokových sazeb působí na růst tržních cen dluhopisů a současně na pokles výnosů z dluhopisů s fixní výší kuponu. Naopak v době, kdy je očekáván pokles úrokových sazeb, lze u dlouhodobých dluhopisů očekávat nižší kapitálový výnos a dochází ke znehodnocení investic podílníků v DPF. Velmi důležitým faktorem kromě aktuální a očekávané výše úrokových sazeb je také **doba splatnosti dluhopisů** v portfoliu DPF, kdy platí, že s vyšší **durací** roste pro podílníky riziko volatility a reinvestiční riziko. Na duraci zároveň závisí skutečnost, jak rychle mohou DPF reagovat na změnu úrokových sazeb, kdy v případě očekávání růstu úrokové míry se snaží DPF o co nejkratší duraci podkladových aktiv, protože kratší durace umožňuje rychleji investovat do instrumentů s vyššími výnosy. V případě očekávání poklesu úrokové míry je výhodnější dlouhodobější durace dluhopisů, protože s poklesem úrokových měr roste cena dluhopisů, a tedy také kapitálový výnos podílníků. Na výkonnost DPF má v dlouhodobém horizontu také dopad **makroekonomický vývoj a inflační očekávání**. Důležitým faktorem ovlivňující tržní ceny dluhopisů je **rating** emitenta ve vztahu ke kreditnímu riziku, které se zvyšuje s delší dobou do splatnosti dluhopisu. Je třeba

ještě zmínit, že výnos dluhopisu má dvě složky, kuponový výnos a kapitálový výnos. **Kuponový výnos** u obligací s pevným kuponem je závislý na **výši úrokových sazeb** v době vydání obligace a v průběhu životnosti se nemění. Existují i obligace, jejichž kupony se mění v závislosti na výši krátkodobých úrokových sazeb nebo inflace. **Kapitálový výnos** je dán kolísáním tržní ceny obligace a může dosahovat i záporné hodnoty. Tržní cena obligace je **nepřímo závislá na výši základní úrokové míry**.



Obr. 39. Výnosové spready korporátních dluhopisů podle ratingu a vybraný vzorek DPF v CZK.

Zdroj [iFondy.cz a Merrill Lynch]

**V současném desinflačním období** je očekáváno další možné snížení úrokových sazeb na základě zjištěných makrodat. Poslední rok se nese ve znamení **poklesu úrokových sazeb a zvýšení kreditního rizika**, protože pokles úrokových sazeb způsobuje posun výnosové křivky dluhopisů a růst tržních cen ve vztahu ke kreditnímu riziku. U méně rizikových dluhopisů rostou jejich tržní ceny a klesají požadavky na růst výnosů, u velmi rizikových dluhopisů rostou požadované výnosy a klesá tržní hodnota dluhopisů. Očekávám, že **pokles úrokových sazeb**, který podle prognózy ČNB (*obr.29*) bude trvat do 2Q 2010 **bude kladně působit na růst cen dluhopisů** a následně na **vyšší výnosnost DPF**, které by měly dosahovat v tomto období vyššího zhodnocení než PFPT. Při poklesu úrokových sazeb dochází k očekávání nižší úrokové prémie u nově emitovaných dluhopisů a ceny stávajících obchodovaných dluhopisů s vyšší úrokovou prémie rostou. V budoucnu, dokud bude platné období snižování úrokových sazeb, je možné očekávat relativní růst **evropských vládních dluhopisů** důsledkem snižování úrokových sazeb. Tržní ceny **amerických vládních dluhopisů** s delší splatností na začátku roku mírně poklesly. Hrozba poklesu tržních cen dluhopisů v důsledku růstu rizikové prémie se může uskutečnit v silně zadlužených zemích, jakými

jsou například Řecko, Itálie, Španělsko nebo i Irsko. Pokud budou nadále úrokové sazby v USA, v EU a v ČR klesat lze očekávat již na přelomu a na konci letošního roku od DPF nabídku zajímavých výnosů pro dlouhodobého investora s průměrnou averzí k riziku. **V době, kdy úrokové sazby začnou v USA růst**, očekávám, že tomu bude v období střední až pozdní fáze expanze hospodářského cyklu *v době kolem roku 2011 až 2012* např. podle predikce *Oxford Economics (obr.18)*, by mohlo docházet k růstu úrokových sazeb následně také v západní Evropě a dál směrem k východu. Dluhopisy v ČR a to především obligace s delší splatností kolem 10-ti let, výrazně kopírují vývoj obligací v EU, které jsou dále závislé na vývoj dluhopisového trhu v USA. Lze proto v budoucnu očekávat v reakci na růst úrokových sazeb v USA dojde **k růstu výnosu do splatnosti u dluhopisů, avšak také k poklesu tržních cen dluhopisů** a tedy **k poklesu výnosů podílníků v rámci DPF**. Při růstu úrokových sazeb investoři obecně požadují vyšší výnos i u obligací a dochází k poklesu jejich tržních cen. Budou-li úrokové sazby růst, začnou klesat tržní ceny obligací, což není dobrou zprávou pro jejich majitele. Při zvýšení úrokových sazeb dochází k očekávání vyšší úrokové premie u nově emitovaných dluhopisů a ceny stávajících obchodovaných dluhopisů s nižší úrokovou premií klesají. Na budoucí výkonnost DPF bude mít vliv také **druh** (např. vlastníli DPF spekulativní dluhopisy, tzv. high yield bonds) a **durace** obligací v portfoliu fondu, kdy s delší dobou splatnosti obligací se zvyšuje riziko volatility tržních cen. Pokud vlastní DPF obligace s vyšším kreditním rizikem emitenta, může podílník očekávat vyšší nabízený úrok, avšak za cenu podstoupení vyššího rizika, protože obecně platí, že výše úrokové premie dluhopisů závisí na bonitě emitenta. *Tato predikce podléhá nutné korekci při budoucím vyhlášení nových makroekonomických dat z USA, EU či ČR.*

Nyní přistupme k predikci budoucích vývojových trendů DPF pohledem **na taktickou alokaci aktiv**, která je obecně znázorněna na *obr.36*. Lze odvodit, že *v období poklesu úrokových sazeb* v době hospodářské recese, lze očekávat růst cen dluhopisů a tedy *zhodnocení DPF*. S přihlédnutím k reálným výnosům je nutné výnos očistit ještě o inflaci, kdy platí, že v desinflačním období nedochází k takovém znehodnocení investic jako v období inflačním. Růst tržních cen dluhopisů společně *s růstem výkonnosti DPF* lze očekávat dále *ve fázi odražení ode dna hospodářského cyklu* ve spojitosti s růstem akcií *a také ve fázi obnovy*, kdy obvykle dochází k růstu cen dluhopisů, akcií i komodit. *Obrat ve výnosnosti DPF* by měl nastat *ve střední fázi expanze hospodářského cyklu*, kdy obvykle centrální banky přistupují ke zvyšování úrokových sazeb k potlačení inflace. V tomto období začnou tržní ceny dluho-



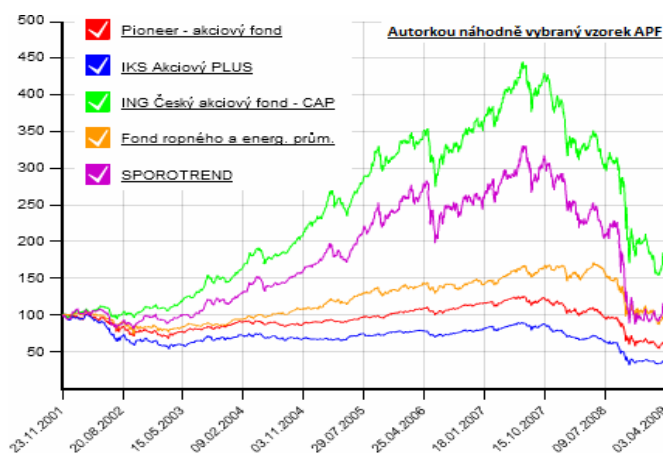
pisů klesat, a v reakci na to také *poklesne výnosnost DPF*. V období vrcholu hospodářské expanze se k poklesu tržních cen dluhopisů začnou se opožděním klesat ceny akcií a v době hospodářské kontrakce také ceny komodit. Následně přistoupí centrální banky ke snížení úrokových sazeb a cyklus taktické alokace by se měl opakovat.

### 6.1.3.3 Akciové fondy (APF)

V roce 2008 v rámci struktury kolektivního investování tvořily APF v ČR 10ti procentní podíl a v tomto roce docházelo k největšímu poklesu celkových aktiv právě v APF ve spojitosti s poklesem akciových trhů. Odhadování budoucích trendů akciových podílových fondů v rámci FA lze např. *pomocí odhadů makroekonomických ukazatelů, pomocí sektorové rotace či pomocí taktické alokace aktiv v rámci hospodářského cyklu ekonomiky*. Na budoucí výkonnost APF v ČR má největší vliv budoucí **vývoj akciového trhu v USA**, který je předmětem zkoumání také TA a MTA. Budoucí vývoj APF ovlivňují také *úrokové sazby*. *Pokud úrokové sazby rostou, hodnota budoucích dividend se snižuje a naopak, podobně jako u kuponových výnosů obligací*. APF jsou obecně rizikovou investicí, protože podílníci čelí širšímu spektru rizik. Například ceny akcií jsou citlivější na výkyvy ekonomiky než tržní ceny obligací. Uvedme příklad, kdy se akciový trh po dlouhém poklesu ve druhém březnovém týdnu otočil k růstu vlivem příznivých zpráv velkých amerických bank. Výnosnost APF záleží jednotlivě také na investičním stylu a na diverzifikaci jednotlivých akcií, které APF vlastní v portfoliu. Podílníci byly s výkonností APF v ČR v roce 2008 zklamáni, avšak je nutné výkonnost APF porovnat také s vývojem hlavních tržních akciových indexů. Americký akciový trh např. reprezentovaný indexem S&P 500 (*P XIII*) dosáhl v roce 2009 meziročního poklesu téměř 50ti procent. *Ve střednědobém horizontu lze očekávat možný příliv aktiv do APF v souvislosti s blížícím se očekávaným dnem akciových trhů v USA*. Obecně lze říci, že se **akciové trhy rostou v období hospodářské expanze**, což má obvykle za následek při správném výběru titulů akcií kladnou rostoucí výkonnost APF v ČR. Na základě predikce *Oxford Economics (obr.18)* je *obnova americké ekonomiky* měřeno mírou růstu HDP očekávána v roce **2010** a *střední expanzivní fáze do roku 2012*. V ČR je obnova očekávána podle predikce *ČNB (obr.19)* nejdříve v polovině roku 2010. **V období hospodářské expanze v USA očekávám prostor pro pozitivní vývoj výkonnosti APF v ČR a očekávám také příliv aktiv podílníků do APF**. Makroekonomický vývoj však také podléhá v současnosti možným pozitivním a negativním *dopadům masivních stimulačních plánů*

vlád v rámci expanzivní fiskální politiky, které by měly mít *efekt na podporu ekonomiky v letech 2009 a 2010*, kdy pozitivním dopadem by měl být již zmíněný růst ekonomiky země působící kladně na vývoj finančních trhů. Negativním dopadem fiskální stimulace je inflace a riziko zadluženosti zemí v budoucnu. **Inflace**, která je obvykle přítomná v expanzivní fázi akciového cyklu může za určitých podmínek podpořit akcie proti dluhopisům, protože akcie podléhají menšímu inflačnímu riziku než dluhopisy, obecně však platí, že inflace znehodnocuje investice. Začátek **inflačního období** v USA by měl podle predikce CPI (*příloha PXIV*) nastat nejdříve v únoru 2010 a souvisí především se **zvyšováním objemu peněz v oběhu**. Zvyšování nabídky peněz v ekonomice je v **pozitivním korelačním vztahu s růstem akciových trhů** vlivem efektu zvýšení likvidity, platí tedy, že by zvyšování peněžní nabídky mělo mít pozitivní dopad na budoucí vývoj akciových trhů, a tedy obecně i výnosů APF. Pro ČR prognózuje začátek inflačního období ve 3Q 2009 (*obr.23*). Obecně při stabilní ekonomické situaci země má inflace na akciový neutrální vliv, avšak v současné hospodářské nestabilitě by mohl neočekávaný vývoj inflace zvýšit nejistotu na akciových trzích a tím způsobit další relativní znehodnocení akciových trhů a pokles výnosů APF, proto je třeba nadále sledovat ukazatel CCI a PPI v USA. **Současný pokles základních úrokových sazeb v USA** by měl v krátkodobém horizontu velmi **pozitivně působit na akciové trhy** vlivem snížení nominálního úrokového zhodnocení alternativních investic, např. obligací či terminovaných vkladů. Pokles úrokových sazeb by mohl mít pozitivní dopad také na výnosy APF. Na základě **akciového a hospodářského cyklu (obr.34)** lze odvodit budoucí trendy pro APF investující na bázi *sektorové rotace (obr.35)*. V současném období hospodářské recese bylo vhodné, pomineme-li možnost vůbec neinvestovat, aby APF v ČR měly ve svém portfoliu zastoupená především defenzivní odvětví, tedy akcie kvalitních akciových společností ze sektorů telekomunikace, zdravotnictví či zábavního průmyslu. APF v ČR, které v době od poloviny roku 2008 investovaly do cyklických akcií dosáhly zcela jistě ztráty. Odhaduji, že **do konce roku 2009**, by na základě vývoje makroekonomických ukazatelů USA neměly dosáhnout většího znehodnocení investic APF investujících **do defenzivních a neutrálních odvětví**. **V době, kdy dojde k očekávané obnově americké ekonomiky**, v souvislosti s dosáhnutím dna akciového trhu, které lze predikovat lépe pomocí TA a MTA, bude **výrazný potenciál růstu v rámci sektorové rotace u APF investujících do cyklických akciových společností** např. v odvětví stavebnictví, dopravy, automobilového průmyslu, strojírenství či finančních služeb. Na základě *taktické alokace aktiv (obr.36)* lze vyvodit závěry o očekávaných budou-

cích vývojových trendech APF V současném období poklesu úrokových sazeb v době hospodářské recese dochází k poklesu tržních cen akcií a výnosnosti APF. Počátek růstu akciového trhu a růstu výnosů APF lze očekávat až ve fázi odražení ode dna hospodářského cyklu. Ve fázi obnovy obvykle dochází k růstu cen dluhopisů, komodit a také akcií, právě a v tomto období lze očekávat růst výnosnosti APF. Nadprůměrných výnosů by měly APF dosahovat ve střední fázi expanze hospodářského cyklu, kdy obvykle centrální banky přistupují ke zvyšování úrokových sazeb k potlačení inflace. V tomto období začínají klesat tržní ceny dluhopisů a výnosnost APF vrcholí. V období následně po dosažení vrcholu hospodářské expanze dochází k poklesu tržních cen dluhopisů a začínají klesat tržní ceny akcií a tím také výnosnost APF. Následně přistoupí centrální banky ke snížení úrokových sazeb v období hospodářské kontrakce, dochází k výraznému poklesu výnosů APF v reakci na pád akciového trhu, za současného poklesu tržních cen dluhopisů a následně také komodit.



Obr. 40. Vzorek výkonností APF v CZK. Zdroj [iFondy.cz]

#### 6.1.3.4 Smíšené podílové fondy (SPF)

V roce 2008 v rámci struktury kolektivního investování v ČR tvořily APF cca 11ti procentní podíl. Smíšené podílové fondy jsou určeny k dlouhodobému investování se střední mírou rizika, kdy portfolio SPF je tvořeno složkou peněžní, dluhopisovou i akciovou. Podíl jednotlivých složek není pevně stanoven, nemají-li SPF přímo stanovené maximální a minimální limity investování do zmíněných kategorií. Výhodou SPF je v možnosti pružné reakce na tržní situaci, např. v době ekonomického růstu upřednostní manažer SPF složku akciovou, zatímco v době stagnace spíše složku dluhopisovou. Na obr.41 můžeme pozorovat vývoj výkonnosti autorkou náhodně vybraného vzorku SPF v ČR mezi lety 2006 a 2009, který je

na první pohled klesající. Při predikcích budoucího vývoje SPF se zaměříme na specializované SPF investující do komodit a nemovitostí.



Obr. 41. Vzorek výkonností SPF v CZK. Zdroj [iFondy.cz]

#### 6.1.3.4.1 Smíšené podílové fondy investující do nemovitostí (NSPF)

Investičním cílem *nemovitostních SPF (NSPF)* je zhodnocení vložených prostředků podílníků na základě příjmů založených na provozu, pronájmu a prodeji nemovitostí. V portfoliích nemovitostních fondů lze nalézt různé typy budov zahrnující i administrativní budovy, industriální stavby, obchodní prostory, rezidenční celky a hotelové komplexy. NPF jsou charakteristické konzervativním přístupem k riziku a svou rychlou likviditou (*podílový list NPF lze velmi rychle prodat*). Na budoucí výkonnost nemovitostních PF má vliv mnoho faktorů, mimo jiné i **umístění nemovitostí, migrace a počet obyvatel** a další faktory ovlivňující **realitní trh**. Zásadním faktorem pro fondy investující do nájemních celků je **vliv úrokových měr**, kdy **růst úrokových měr** v období rostoucí ekonomiky vytváří **pozitivní prostředí pro pronájem nemovitostí**, protože při vysokých úrokových sazbách dává populace přednost podnájmu než přímé koupi nemovitostí. Nemovitostní fondy investující i do akciových společností participujících na nemovitostním trhu, dosahovaly v roce 2008 v průměru záporné výkonnosti, a patřily mezi nejprodělečnější typ domácích korunových PF v ČR (*obr.42*). Většina NSPF vstoupila na trh s nemovitostmi v nesprávnou dobu, a to v období vrcholné fáze nemovitostního trhu (*tab.10*), a současně v době poklesu akciových trhů<sup>136</sup>. K úbytku

<sup>136</sup> Ceny bytů v ČR rostly od začátku roku 2005 do poloviny roku 2008 rychlostí 15,5 procenta p.a podle dat ČSÚ. Od začátku roku 2009 ceny bytů klesaly a v březnu 2009 došlo ke zvýšení průměrného měsíčního poklesu cen bytů v krajských městech ČR o 1,32 procent a pokles nájmu o 1,20 procent. Za rok 2008 zaznamenaly v ČR investice do komerčních nemovitostí pokles kolem 60 procent. Podle /pokračování pozn. na další straně/

aktiv z NSPF v ČR docházelo také vlivem poklesu poptávky, podílníci SNPF se obávaly poklesu cen nemovitostí v ČR v souvislosti s poklesem cen nemovitostí v USA. V současném období kontrakční fáze ekonomiky v ČR působí na trh nemovitostí negativně vliv zpomalení růstu HDP, který je doprovázen odlivem zahraničního kapitálu, snížení peněžní zásoby, obavy z deflace, nízká aktivita na trhu nemovitostí vlivem světové ekonomické krize, a také nízká ochota bank půjčovat peněžní prostředky. Negativně na růst cen nemovitostí a nájemného působí dále stagnace nominální mzdy v ČR, která zůstává od roku 2007 ve stejné výši 8000 Kč. Na růst cen nemovitostí by mohlo kladně zapůsobit zvýšení průměrné mzdy v ČR v roce 2008, a také vyšší meziroční přirozený přírůstek obyvatel, kdy podle dat ČSÚ se v roce 2008 počet obyvatel ČR zvýšil o téměř 86,4 tisíc, z velké části tvořen zahraniční migrací. Odhadovat budoucí vývoj nemovitostního trhu je nesnadnou úlohou, tyto odhady vyžadují expertní znalost realitního a nemovitostního trhu a velký význam sehrávají také důvěrné informace, protože neexistuje kurzovní lístek o změnách tržní hodnoty konkrétních nemovitostí. **Investice do nemovitostí by mohly být atraktivnější v inflační době**, protože investice do nemovitostí jsou považovány často za vhodný „inflační štít“. **Ceny nemovitostí a nájemného v ČR by mohly opětovně začít růst v době hospodářské expanze**, která je podle prognózy ČNB očekávána nejdříve v roce 2010. Růst ekonomiky za přítomnosti růstu příjmů obyvatelstva by měl být v dlouhodobém období pozitivní dopad na růst cen nemovitostí. Kladně by na růst cen nemovitostí a nájemného v budoucnu dále měl zapůsobit **současný pokles základních úrokových sazeb, za pomoci kterého centrální banka zvyšuje peněžní nabídku**, reprezentovanou agregátem M2 – hlavním indikátorem inflace, protože s růstem peněžní zásoby v zemi, obvykle také roste cena nemovitostí. **Očekávám, že by mohlo dojít v dlouhodobém horizontu ke zlepšení výkonnosti NSPF, ale pouze za předpokladu**, že se ekonomika ČR opětovně dostane do fáze hospodářské expanze, opětovně se obnoví rychlý růst produktivity, peněžní zásoba v zemi opětovně začne růst a zvýší se ochota bank půjčovat spotřebitelské a hypoteční úvěry. Pouze vlivem růstu ekonomiky, roste obvykle i objem peněz v ekonomice, který má dopad na vyšší ziskovost firem, které jsou ochotny

---

mezinárodní poradenské firmy Cushman & Wakefield činil jejich objem za celý rok 833 milionů eur. Investice do kancelářských budov, obchodních center, skladů a hotelů se za letošní první čtvrtletí meziročně v ČR propadly o více než 70 procent podle zprávy poradenské společnosti CB Richard Ellis. Nájmy kancelářských prostor obvykle reagují velmi silně na hospodářský cyklus. Velmi pravděpodobně dojde k poklesům nájemného v souvislosti s rognózami HDP, které naznačují jeho pokles.

potom zaplatit vyšší nájemné za nájemní prostory. Vlivem růstu ekonomiky, rostou obvykle i mzdy a příjmy zaměstnanců, kteří následně mají více peněžních prostředků určených k bydlení. V budoucnu, by proto investice do nemovitostí realizovaných skrze NSPF mohly být při splnění výše popsaných podmínek zajímavou alternativou k jiným akciovým sektorům. Velký důraz by měl investor či podílník klást **riziku cenových bublin**, které je typické pro tento typ investic, kdy dochází k fundamentálně nepodloženému nadhodnocení cen nemovitostí, a následně ke splasknutí bubliny, a tedy k realizovaným ztrátám (např. v minulosti Hongkong, Španělsko, USA).

Tab. 10 Růst cen bytů v krajích ČR

Růst cen v kraji	2005	2006	2007	<sup>1/2</sup> 2008
ČR	2,70%	14,10%	31,10%	7,40%
Praha	0,20%	12,50%	28,10%	7,40%
Středočeský	5,00%	15,90%	32,20%	4,70%
Jihočeský	4,20%	8,50%	25,30%	2,00%
Jihomoravský	4,40%	16,30%	32,50%	7,40%
Olomoucký	2,10%	17,20%	40,20%	12,60%
Zlínský	2,50%	22,20%	35,00%	6,80%
Moravskoslezský	4,70%	15,30%	44,50%	15,40%

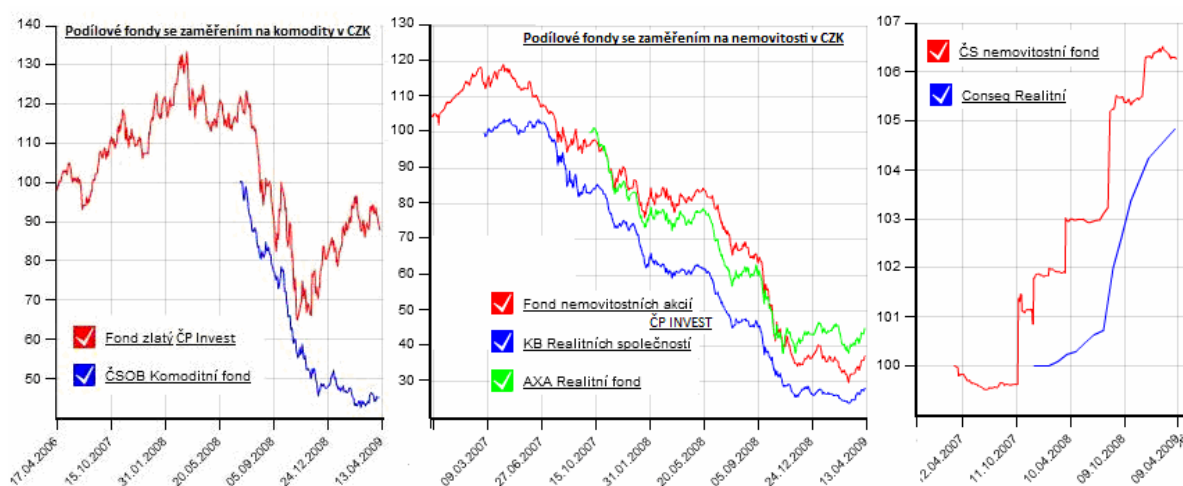
Zdroj [FOND SHOP]

#### 6.1.3.4.2 Smíšené podílové fondy investující do komodit (KSPF)

V souvislosti s krizí na akciových trzích rostla v první polovině roku 2008 poptávka po komoditách, která vedla investiční společnosti k rozšiřování nabídky podílových fondů investujících právě do této oblasti kapitálových aktiv. Komodity v období počátku poklesu akciových trhů se staly vyhledávanou alternativou investorů, docházelo k přesunu peněžních prostředků do „*bezpečnějšího přístavu*“, který představovalo především zlato<sup>137</sup>. K odlivu aktiv z KSPF začalo docházet od poloviny roku 2008, v období obratu trendu komodit. Na vývoj komoditního trhu jako celku má vliv řada faktorů, uvedme např. **sezónnost, globální hospodářský růst, agregátní poptávka po komoditách, inflace, úrokové sazby, nestabilní politická si situace** či **negativní globální sentiment** panující na akciových a komoditních trzích a samozřejmě **specifické faktory ovlivňující již samotné typy komodit**. Na obr.42 je prezentován vývoj výkonnosti náhodně vybraných KSPF v ČR. Na základě poznatků z **taktické alokace aktiv (obr.36)** očekávám možné **zvýšení výkonnosti KSPF v ČR**

<sup>137</sup> V polovině roku 2007, kdy se na veřejnost dostaly první zprávy o budoucí hypoteční krizi v USA, přesunuly investoři peněžní prostředky z akciového do komoditního trhu. Zlato se začalo vyvíjet býčím trendem a stalo tak investiční příležitostí a vhodnou alternativou k akciím. Cena zlata obvykle začíná klesat v době, kdy investoři přesunují kapitál z komoditního trhu zpět do akciového.

nejdříve v době **hospodářské obnovy v USA**, kdy začnou vlivem opětovného růstu HDP, vlivem zvyšování produktivity a vlivem zvýšení agregátní poptávky, opětovně růst ceny komodit. Růst cen komodit za přítomnosti zvýšených inflačních tlaků, by měl přetrvávat po celé délce expanzivní fáze hospodářského cyklu, v době vrcholu hospodářského cyklu, a také v počáteční fázi recese hospodářského cyklu v souvislosti s počáteční fází klesajícího akciového trhu. Ke **snížení výkonnosti KSPF** dochází obvykle v **desinflačním období kontrakční fáze ekonomiky USA**, obvykle za přítomnosti poklesu úrokových sazeb, kdy dochází k poklesu tržních cen akcií a komodit v rámci hospodářského cyklu a taktické v rámci alokace aktiv. Očekávám, že současná tendence **snížování základních úrokových sazeb** v roce 2009 v USA a v dalších zemích, by měla **podpořit růst agregátní poptávky po komoditách**, což by mělo mít kladný vliv na budoucí **růst cen komodit v inflačním období** a následně kladný vliv na **růst výkonnosti KSPF**. **K růstu cen komodit by v budoucnu mohl přispět klesající kurz dolaru, který působí proinflačně.**



Obr. 42. Vzorek výkonností NSPF a KSPF v CZK. Zdroj [iFondy.cz]

## 6.2 Provedení predikce pomocí technické analýzy (TA)

V práci jsem k analýze akciových, dluhopisových, měnových a komoditních trhů pomocí TA a MTA využila následujících tržních indexů:

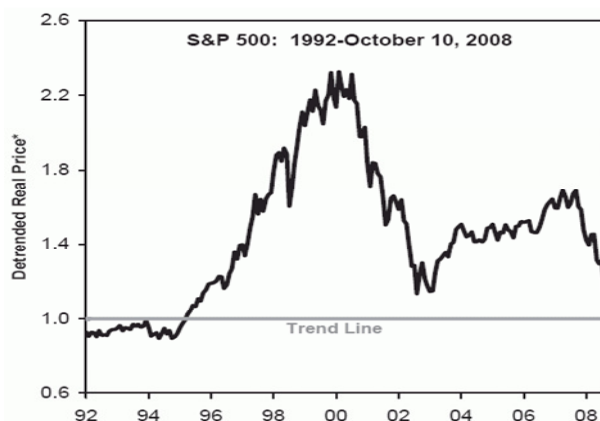
Tab. 11 Výčet tržních indexů a indikátorů využitých při TA a MTA

Index	Ticker	Tržní indikátory	Ticker
Akcie S&P 500 index	<b>\$SPX</b>	Moving Average Conv. Diverg.	<b>MACD (12,26,9)</b>
Komodity CRB index	<b>\$CRB</b>	Commodity Channel Index	<b>CCI (20)</b>
Dluhopisy 30-Year Bonds	<b>\$USB</b>	Stochastic Oscillator	<b>STO %K(14,3)D(3)</b>
Americký dolar USD index	<b>\$USD</b>	Volume Price	<b>in the chart</b>

Zdroj: vlastní

### 6.2.1 Technická analýza akciového indexu S&P 500

Pro analýzu a predikci akciových trhů využijeme akciový index S&P 500. Mohli bychom použít k TA akciových trhů také index DJIA, který kopíruje trend indexu S&P 500. Pokud se podíváme na pohyb trendu indexu S&P 500, spatříme jasný medvědí trend od začátku roku 2008, který vystřídal do té doby býčí trend od roku 1962 do roku 2000. Předpokládám, že v dlouhodobém horizontu je sestupný trend zakončením dvojitého vrcholu, který můžeme spatřit na *obr.43* a ještě lépe na *obr.75* v příloze *PXIII* prezentující celý vývoj S&P 500 od roku 1962. Pokud se cena odrazí od hranice zakreslené hranice podpory, lze očekávat v dlouhodobém horizontu pokračování dosavadního dlouhodobého růstového trendu akciového trhu. Navíc index S&P 500 by mohl poklesnout ještě o 20-40 procent pod trendovou linii jako tomu bylo vícekrát v historii než se obnoví opětovný růst. Proto existuje stále možnost poklesu cen akcií než finálně dosáhnou svého dna.



*Obr. 43 Graf relativního porovnání indexu S&P 500.  
Zdroj [Grantan Jeremy, GMO]*

Na *obr.44* můžeme ve střednědobém horizontu v roce 2008 pozorovat medvědí trend zakončený v krátkodobém horizontu úzkým sestupným kanálem v roce 2009. Pokud dojde k proražení linie odpory při podstatném objemu můžeme očekávat v budoucnu začátek rostoucího trendu akciového indexu. Pokud cena linii neprorazí, bude pokračovat sestupný trend až k linii podpory a měsíční růst by mohl být nahrazen krátkodobým poklesem k linii podpory. Pokud dojde k dokreslení formace dvojitého dna nebo k dokreslení obrácené formace rama-no-hlava-rameno, můžeme očekávat změnu trendu. Indikátor MACD 26. března 2009 signalizoval možný růst akcií. Indikátor CCI indikoval přeprodanost a možnou korekci vývoje ceny směrem vzhůru. STO poukazoval na přeprodanost akciového trhu a signalizoval blížký možný konec medvědího trhu.

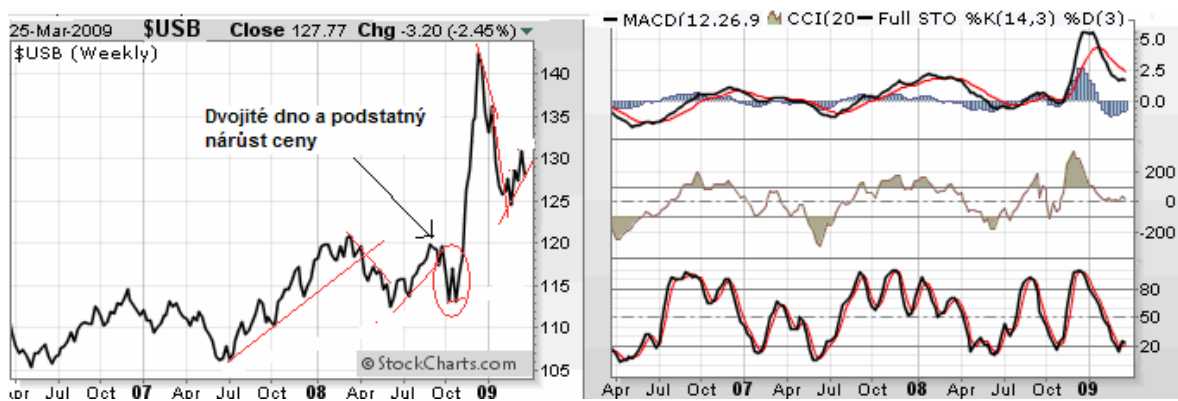




Obr. 44 Technická analýza S&P 500indexu s MACD, CCI a stochastickým indikátorem. Zdroj [vlastní].

## 6.2.2 Technická analýza dluhopisového indexu USB

Pro analýzu a predikci dluhopisových trhů využijeme dluhopisový index USB. Ve sledovaném období se ceny dluhopisů nacházely povětšinou v rostoucím trendu, pomineme-li opakované poklesy na počátku každého sledovaného roku. Od počátku roku 2008 můžeme sledovat růstový trend USB indexu, který kopíruje zakreslenou trendovou linii. Očekávám, že růst indexu USB bude pokračovat, nedojde-li v krátké budoucnosti k proražení trendové linie směrem dolů. V roce 2009 můžeme sledovat potenciální formaci **praporek**, po které většinou nastává medvědí trend.



Obr. 45 Technická analýza USB indexu s MACD, CCI a stochastickým indikátorem. Zdroj [vlastní].

Technický indikátor MACD 26. března 2009 signalizoval možný krátkodobý růst dluhopisů, pokud MACD překříží zespodu signální křivku jak tomu vývoj prozatím nasvědčuje. Lépe však odhad upřesnit pomocí MACD s nástupem silnějšího trendu. Indikátor CCI signalizoval počátkem roku překoupenou úroveň dluhopisového trhu a následně došlo k cenové korekci na reálnější úroveň. Podle indikátoru STO je dluhopisový trh v současnosti přeprodán. Indikátor STO signalizoval možný nástup uptrendu.

### 6.2.3 Technická analýza měnového indexu USD

Pro analýzu a predikci měnového trhu využijeme americký dolar reprezentovaný indexem USD. Pokud se podíváme na *dlouhodobý vývoj* indexu USD na 10ti ročním grafu, spatříme dlouhodobý medvědí trend amerického dolaru mezi lety 2002 až 2004 a mezi lety 2006 až 2008. Na *obr.46* můžeme ve *střednědobém horizontu* v roce 2009 pozorovat beztrendové období indexu USD se silnou rezistencí, kterou index čtyřikrát neprorazil. Pokud by došlo k proražení linie odporu při podstatném objemu mohli bychom očekávat růst amerického dolaru. Předpokládám podle silné rezistence, že index USD rezistenci neprorazí a klesne k úrovni posledního minima.



Obr. 46 Technická analýza USD indexu s MACD, CCI a stochastickým indikátorem Zdroj [vlastní].

Indikátor MACD v současném kvartálně beztrendovém trendu nebudeme uvažovat. Indikátor CCI překřížil nulovou linii zespoda, což indikuje potvrzení pokračování předchozího vývoje. CCI nesignalizoval 26. března 2009 ani překoupenost ani přeprodanost měnového trhu. USD je na své reálné úrovni vzhledem ke statistickému průměru. V současnosti 70ti procentní hodnota STO také nepoukazovala na přeprodanost ani na překoupenost trhu a trh podle STO prozatím nebude výrazně růst.

### 6.2.4 Technická analýza komoditního indexu CRB

Pro analýzu a predikci komoditních trhů využijeme komoditní index CRB. Pokud se podíváme na pohyb trendu indexu CRB, spatříme jasný medvědí trend od začátku roku 2008, který vystřídal do té doby býčí trend od roku 1962 do roku 2000. Na *obr.47* můžeme ve *střednědobém horizontu* v polovině roku 2008 zpozorovat nástup medvědího trendu, který vystřídal býčí trend trvající od poloviny roku 2007. Z 10-ročního *dlouhodobého grafu* indexu CRB lze usoudit, že cena se nachází přibližně 20 procent nad úrovní posledního dlouhodobého minima z roku 2001. Pokud by došlo k proražení trendové linie při podstatném ob-

jemu směrem vzhůru mohli bychom očekávat v budoucnu začátek rostoucího trendu komoditního indexu. Pokud cena linii neprorazí, mohl by pokračovat sestupný trend ještě o 20 procent k minimu z roku 2001, než dojde k obratu CRB na očekávaný uptrend.



Obr. 47 Technická analýza CRB indexu s MACD, CCI a stochastickým indikátorem Zdroj [vlastní].

Indikátor MACD překřížil zespoda signální křivku, což signalizuje růst komodit. Velmi nízká hodnota indikátoru CCI říká, že cena je neobvykle nízká ve srovnání se statistickým průměrem. Z tohoto hlediska lze očekávat možnou korekci vývoje ceny CRB směrem vzhůru. Křivka %K a %D indikátoru STO se nacházela pod úrovní 20ti procent, když %K překřížil %D směrem vzhůru a obě křivky uzavřely nad úrovní 20-ti procent. To značí blížící se býčí obrat podle indikátoru STO. Křivka RSI vzrostla nad hodnotu 30, což je zároveň nákupním signálem.

#### 6.2.4.1 Technická analýza zlata

Pro analýzu a predikci zlata využijeme ticker Gold. Na obr.48 můžeme ve střednědobém horizontu v roce 2008 pozorovat vývoj zlata. Povšimněme si silného býčího trendu od listopadu roku 2008, který trval i do dnešního dne. Na počátku roku 2009 se vytvořila cenová formace dvojitě dno, po kterém, jak je obvyklé, následoval růst.



Obr. 48 Technická analýza zlata Zdroj [vlastní].

Podle Volume očekávám, že by mohlo dojít k zastavení uptrendu na úrovni posledního maxima z roku 2008 a k jeho obratu. Indikátor MACD signalizuje ještě krátkodobý růst zlata. Ovšem můžeme pozorovat také medvědí divergence, po kterých následuje obvykle downtrend. Indikátor CCI indikuje překoupenost a možnou korekci vývoje ceny směrem dolů. STO poukazuje také na blízkost překoupeného stavu trhu a signalizuje blížící se konec uptrendu.

### 6.3 Provedení predikce pomocí mezitržní technické analýzy (MTA)

*„All markets are related... it is no longer possible to study any financial market in isolation,“* uvádí na str. 2 ve svém díle<sup>138</sup> věnované MTA J. Murphy.

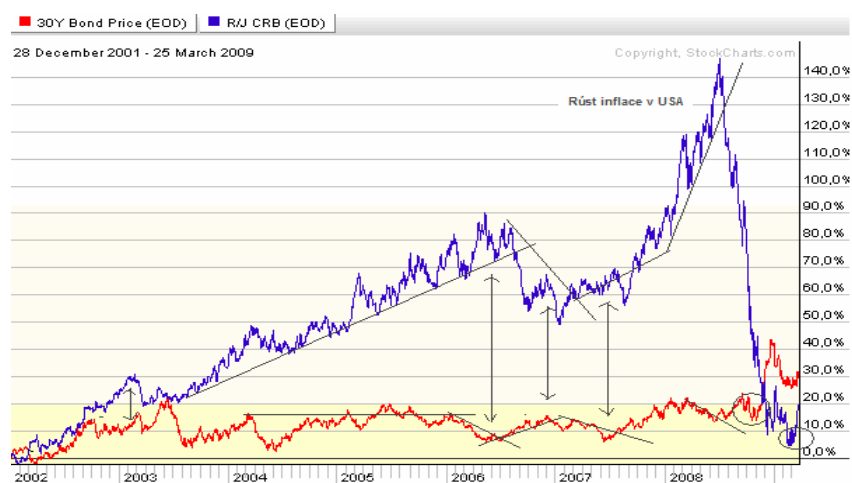
Na základě tvrzení J. Murphyho, že všechny trhy jsou vzájemně propojeny a žádný finanční trh proto není vhodné analyzovat izolovaně, provedeme analýzu a predikci hlavních finančních trhů v rámci MTA a navážeme tak na již provedenou predikci hlavních finančních trhů pomocí TA. V rámci MTA aplikujeme základní interakce hlavních finančních trhů, z kterých následně vyvodíme možné vývojové trendy těchto trhů hlavních podkladových aktiv aplikovatelné dále na budoucí vývojové trendy hlavních typů podílových fondů. Mezi základní interakce MTA patří interakce komoditního a dluhopisového trhu, interakce měnového a komoditního trhu, interakce měnového a akciového trhu a konečně interakce akciového a dluhopisového trhu.

#### 6.3.1 Interakce komoditního a dluhopisového trhu

Základní premisou MTA komoditního a dluhopisového trhu podle J. Murphyho je, že komoditní trh reprezentovaný indikátorem CRB a dluhopisový trh reprezentovaný indikátorem USB jsou vzájemně negativně korelovány. Také platí, že CRB představuje výchozí inflační indikátor a USB indikuje směr pohybu úrokových sazeb. Je tomu tak proto, že v inflačním období, kdy dochází k růstu cen komodit (CRB) existuje tlak na zvyšování úrokových měr, který působí na pokles cen dluhopisů (USB) a na růst výnosů z dluhopisů s fixní výší kuponu. V rámci práce SVOČ nebyl negativní korelační vztah těchto dvou finančních trhů v letech 2002-2007 zcela prokázán. Povšimněme si negativního korelačního vývoje trhů ke kon-

<sup>138</sup>MURPHY, John. *Intermarket Technical Analysis: Trading Strategies for the Global Stock, Bond, Commodity, and Currency Markets*. New York: JOHN WILEY & SONS, INC., 1991. 282 s. ISBN 0-471-52433-6.

ci roku 2008, kdy s poklesem CRB souběžně docházelo k růstu USB vlivem snížení základní úrokové sazby Fedem.<sup>139</sup>



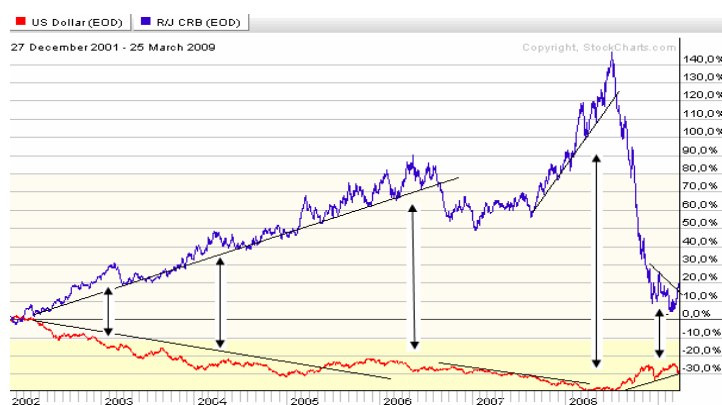
Obr. 49 Interakce komoditních a dluhopisových trhů. Zdroj [vlastní].

V polovině roku 2008 došlo k medvědímu obratu primárního trendu indexu CRB proražením trendové linie směrem dolů. CRB jako hlavní indikátor inflace, který časově předchází například index spotřebitelských cen, či index cen výrobců předznamenal od poloviny roku 2008 začátek desinflačního období v USA charakteristické poklesem cen komodit. Investoři začali s poklesem CRB vyhlížet býčí obrat trendu USB z původního konsolidačního pásma a to vlivem očekávaného snížení úrokových sazeb, které k tomuto období nutně náležejí. USD jako ukazatel směru pohybu úrokových sazeb po vyhlášení snížení základní úrokové sazby Fedem reagoval ke konci roku 2009 podle očekávání vzrůstem. Pokud by došlo v blízké budoucnosti k **proražení trendové linie** u komodit směrem vzhůru **při podstatném objemu** či pokud by se **dokreslila formace W**, jednalo by se o potvrzení změny sekundárního trendu **CRB** na **uptrend**. V interakci bychom mohli následně očekávat reverzi indexu USB a to v období, kdy trh začne očekávat zvýšení úrokových sazeb k zabránění růstu inflace mimo únosnou míru. Odhaduji, že **downtrend USB** by se zastavil na úrovni posledního minima z konce roku 2008 či by mohl klesnout **mírně** pod něj do úrovně konsolidačního pásma, ve kterém se index ve sledovaných letech převážně pohyboval.

<sup>139</sup> PŘÍLUČÍKOVÁ, Jana, SVOBODA, Jiří. *Technická analýza interakce komoditních, akciových, dluhopisových a měnových trhů USA ve sledovaných letech 2002-2007*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2008. 21 s. Dostupné na [www: <http://web.fame.utb.cz/cs/docs/Prilucikova\\_Svoboda.pdf >](http://web.fame.utb.cz/cs/docs/Prilucikova_Svoboda.pdf).

### 6.3.2 Interakce měnového a komoditního trhu

Zjednodušeně hlavním předpokladem MTA měnového a komoditního trhu reprezentovaného indexem CRB podle J. Murphyho za normálních podmínek je, že mezi americkým dolarem a komoditním trhem existuje inverzní vztah, a že komoditní trh reflektuje inflační očekávání. Tato interakce dále ovlivňuje interakci trhu dluhopisů a akcií. Rostoucí americký dolar působí protiinflačně a tlačí ceny komodit dolů. V okamžiku poklesu CRB indexu vlivem rostoucího dolaru začíná být zřetelný růst dluhopisů a zpožděně akcií. Opačně vysoká inflace oslabuje americkou menu a zvedá ceny komodit. V rámci SVOČ byl negativní korelační vztah těchto dvou finančních trhů mezi lety 2002-2007 prokázán.



Obr. 50 Interakce měnového a komoditního trhu. Zdroj [vlastní].

Cenová hladina komoditního trhu se nachází na historickém minimu od roku 2001. Pokud by se skutečně jednalo již o dno komoditního trhu a došlo by **k proražení trendové linie při podstatném objemu** směrem vzhůru mohli bychom očekávat nástup býčího komoditního trhu, jak tomu prozatím nasvědčují technické indikátory v rámci provedené TA komoditního trhu (CRB). S nástupem **uptrendu komoditního trhu** můžeme inverzně očekávat podle poznatků z MTA v interakci **mírný downtrend USD**. V souvislosti s rostoucím komoditním trhem očekávám v rámci MTA **pokles dluhopisového trhu**. Pokud by cenová křivka CRB linii odporu neprorazila, mohl by pokračovat sestup CRB až o 20 procent k minimu z roku 2001 souběžně se slabým růstem amerického dolaru, s růstem dluhopisového trhu a s opožděným růstem i akciového trhu, jak již bylo popsáno výše.

### 6.3.3 Interakce měnového a akciového trhu

Zjednodušenou premisou interakce měnového a akciového trhu podle J. Murphyho za normálních podmínek je, že rostoucí dolar je dobrou zprávou pro růst akcií a dluhopisů a nao-

pak. Mezi těmito trhy by měly existovat pozitivní korelace vlivem úrokových měr a inflace. Růst dolaru v této souvislosti může vyvolat snížení inflace a snížení úrokových měr, což dále kladně působí na růst akcií a naopak. Nelze však říci, že rostoucí dolar znamená vždy růst akcií, vztahy jsou komplikovanější. Inverzní vývoj indexů USD a S&P 500 v roce 2008 a 2009 koresponduje s výsledky práce v rámci SVOČ, kde jsme prokázaly převážně inverzní korelační vztah těchto trhů v roce 2002-2007 v rámci korelačního a regresního testu.



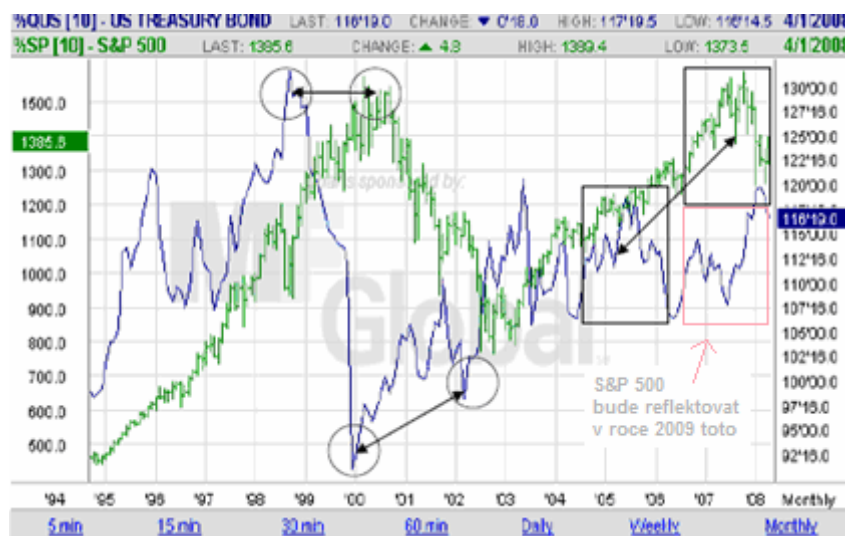
Obr. 51. Interakce měnového a akciového trhu. Zdroj [vlastní].

Uvažujme trvání inverzního vztahu v roce 2009 a 2010 a vyvodíme závěry, že s poklesem amerického dolaru bude protikladně růst akciový trh reprezentovaný indexem S&P 500 a naopak. Na základě TA indexu USD očekávám, že dojde k cenové korekci amerického dolaru. Predikci opírám o **pattern M**, který je patrný v roce 2009, po kterém obvykle nastupuje sestupný trend. Technické indikátory provedené v rámci TA USD ze dne 26. března 2009 poukázaly na to, že USD se nachází na své reálné cenové úrovni vzhledem ke statistickému průměru. Proto odhaduji, že **cenový pokles amerického dolaru nebude v dlouhodobém horizontu výrazný. V interakci očekávám dlouhodobý vzestup akciového trhu, ke kterému by mohlo dojít v době proražením linie odporu nebo dokreslením patternu W.**

#### 6.3.4 Interakce dluhopisového a akciového trhu

Zjednodušenou premisou MTA dluhopisového a akciového trhu podle J. Murphyho za normálních podmínek je, že akciové trhy následují trhy dluhopisové s určitým zpožděním s kladnou korelací, a že vývoj dluhopisů reflektuje jakým směrem se pohybují úrokové sazby. V rámci SVOČ jsme prokázali dvouroční zpoždění akciového trhu reprezentovaného indexem S&P 500 za trhem dluhopisovým reprezentovaný indexem USB mezi lety 2002-2007. Vztahy této interakce jsou složitější, protože na akciové trhy působí velké množství

faktorů. Přesto lze zjednodušeně pozitivní korelační vztah mezi trhy vysvětlit pomocí úrokové míry. S poklesem úrokových sazeb roste cena dluhopisů, které vyvolávají růst akciových trhů, protože s poklesem úrokových sazeb roste hodnota investic a obráceně. V tomto případě akciové trhy následují ve stejném směru s určitým zpožděním trhy dluhopisové. Platí však také, že v době ekonomické expanze charakteristické růstem akciových trhů držitelé dluhopisů očekávají zvýšení úrokových měr centrální bankou k předcházení vysoké inflace. Proto s růstem cen akcií v důsledku očekávání zvýšení zisku souběžně rostou úrokové sazby a mohou v důsledku klesat ceny dluhopisů. V tomto případě existuje mezi akciovými a dluhopisovými trhy inverzní korelační vztah.



Obr. 52 Interakce dluhopisového a akciového trhu. Zdroj [vlastní].

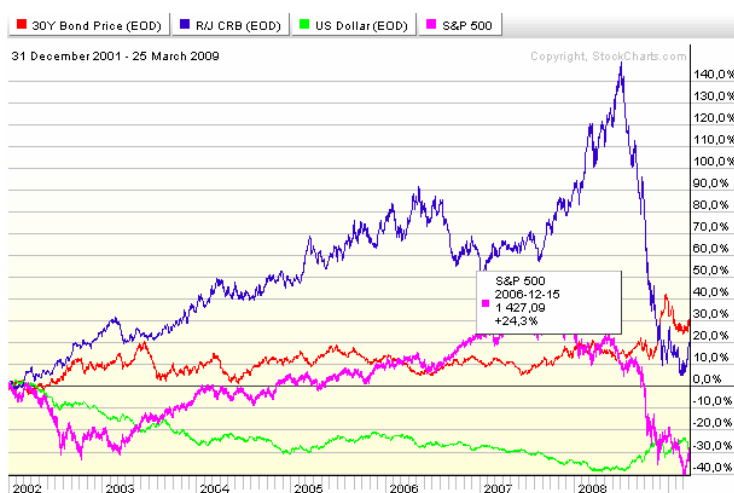
Na základě MTA interakce dluhopisového a akciového trhu lze díky prokázanému zpožděnému dvouročnímu pozitivnímu korelačnímu vztahu odhadovat vývoj akciového trhu pomocí předešlého vývoje trhu dluhopisového. Na základě toho předpokladu usuzují, že **akciový trh by mohl ve třetím kvartále roku 2009 následovat růstem trhů dluhopisů**, u kterého došlo ve třetím čtvrtletí roku 2007 ke změně trendu na uptrend. Dále odhadují ve stejném období **pokles trhů dluhopisových** v rámci MTA, protože se dluhopisové trhy chovají v souběžném čase inverzně k trhům akciovým. Odhad poklesu dluhopisového trhu naznačuje také potenciální **formace praporek**, po které nastává obvykle medvědí trend.

### 6.3.5 Shrnutí

Na základě zjištěných interakcí MTA lze vyvodit možné vývojové trendy hlavních finančních trhů a aplikovat je na budoucí vývoj hlavních typů podílových fondů investujících do



základních podkladových aktiv, tedy do akcií, dluhopisů, komodit a peněžního trhu. V rámci MTA byly zkoumány interakce komoditního a dluhopisového trhu, interakce měnového a komoditního trhu, interakce měnového a akciového trhu a interakce dluhopisového a akciového trhu. Na obr.53 můžeme v jednom grafu pozorovat vývoj všech čtyř hlavních finančních trhů ve vzájemné interakci.



Obr. 53 Interakce akciových, dluhopisových, komoditních a měnových trhů. Zdroj [vlastní].

Nyní přistupme ke shrnutí zjištěných budoucích trendů finančních trhů na základě provedených analýz základních interakcí MTA a odvodme zjednodušený scénář očekávaného střednědobého vývoje hlavních finančních trhů v rámci MTA. Za předpokladu, že skutečně dojde k proražení trendové linie indexem CRB směrem vzhůru za podstatného objemu či dojde k dokreslení obrazce, po kterém obvykle následuje býčí trend, a dojde tedy reálně k **růstu komoditního trhu** (CRB), začnou s rostoucími cenami komodit (CRB) růst inflační očekávání trhu reprezentovaná právě růstem indexu CRB. V interakci s růstem indexu CRB reverzně **poklesne dluhopisový trh** (USB) jako indikátor směru úrokových sazeb v očekávání možného zvýšení základní úrokové sazby a prime rate jako běžné reakce FEDu v inflačním období. S růstem komoditního trhu (CRB) začne inverzně mírně **klesat měnový trh** (USD), protože mezi měnovým a komoditním trhem existuje prokazatelný inverzní korelační vztah. Na základě technických indikátorů **usuzují**, že pokles měnového trhu (USD) nebude v *dlouhodobém horizontu* výrazný a dojde pouze k cenové korekci na úroveň konsolidačního pásma, ve kterém se index USD v minulosti pohyboval. S mírným poklesem amerického dolaru očekávám v interakci **začátek uptrendu akciového trhu** (S&P), ke kterému by mohlo dojít proražením linie odporu nebo dokreslením formace dvojitého dna v cenovém grafu

indexu akciového trhu S&P do konce roku, což přesněji napoví důsledné pravidelné sledování technických indikátorů. Na základě MTA akciového a dluhopisového trhu lze také odhadovat, že **akciový trh (S&P)** bude v blízké budoucnosti po splnění podmínek vymezených v TA indexu S&P následovat s **opožděním dvou let** shodně **býčí trend** dluhopisového trhu (USB), který započal v polovině roku 2007. To proto, že bylo zjištěno a prokázáno, že dluhopisový trh (USB) o řadu měsíců až let předchází vývoj akciového trhu (S&P). Proto lze do jisté míry usuzovat z minulého vývoje dluhopisového trhu (USB) na budoucí vývoj akciového trhu (S&P). Výše popsany scénář bude platný od doby, kdy cenová křivka CRB a S&P prorazí linii odporu. **Pokud v brzké době k proražení linie odporu nedojde**, může pokles CRB a S&P pokračovat až o 20 procent, k minimu indexu CRB z roku 2001 následovaný souběžně slabým růstem amerického dolaru a růstem dluhopisového trhu. Popsaný scénář budoucího vývoje hlavních finančních trhů odvozený pomocí MTA podrobme navíc testu pravidla Charlese Dowa o nutném potvrzování indexů Dow Jones Industrial Average (DJI) a Dow Jones Transportation Average (DJT). Pokud chceme indexy DJI a DJT vzájemně analyzovat, je vhodné zobrazit je v jednom grafu (*viz obr. 54*).



Obr. 54 Indexy DJI a DJT se musí potvrzovat pro potvrzení trendu

Zdroj [vlastní].

Od poloviny roku 2007 do poloviny roku 2008 můžeme pozorovat protichůdný vývoj průmyslového indexu (DJI) a dopravního indexu (DJT), který významně signalizoval ukončení dosavadního růstového trendu a začátek ochlazení ekonomiky s možným nástupem recese. Průmyslový index (DJI) začal klesat v polovině roku 2007 následován pozdějším poklesem dopravního indexu (DJT) od poloviny roku 2008, což bylo potvrzujícím signálem obratu trendu. V roce 2009 můžeme vidět **shodný sestupný vývoj obou indexů DJI a DJT** potvr-

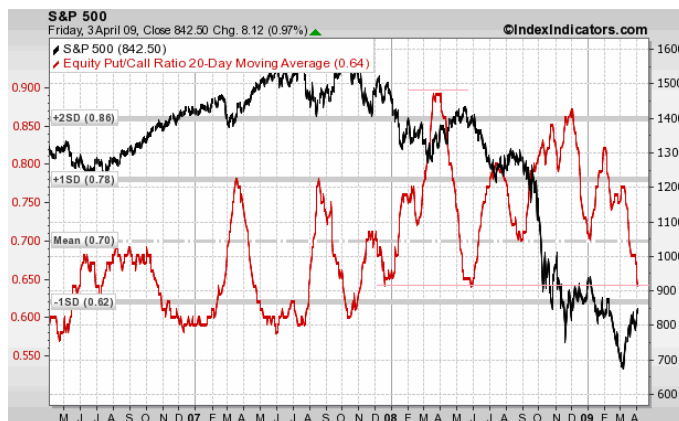
zující současný klesající trend reflektující sníženou poptávku po investičních celcích a spotřebních produktech, stejně jako snížení poptávky firem po přepravních službách. **Růstovou fází ekonomiky můžeme očekávat v době, kdy dojde k otočení indexu DJI s následným obratem DJT do směru indexu DJI.** Jako signál pro objevení dna downtrendu slouží sledování prolomení hranice odporu v cenovém grafu DJI a DJT. V současnosti oba indexy vzrostly k úrovni linie odporu. **Dojde-li k podstatnému prolomení této linie, jedná se o dostatečný signál potvrzující dosažení očekávaného dna. Od té doby začne platit výše popsaný zjednodušený scénář interakce MTA.** Také platí, že pokud dojde k protichůdnému vývoji indexů (DJI začne růst, zatímco opožděný DJT bude ještě klesat), bude se jednat o významnou analytickou situaci značící blízkou budoucí změnu trendu. Připomeňme, že MTA slouží jako nutný doplněk k TA podávající komplexní pohled na finanční trhy.

## 6.4 Provedení predikce pomocí psychologické analýza (PA)

Psychologická analýza je založena na předpokladu, že psychologické reakce investorů mají významný vliv na cenový vývoj předmětných aktiv hlavních finančních trhů, zejména trhů akciových v krátkodobém a střednědobém horizontu. Předmětem zkoumání psychologické analýzy je chování investorů, které lze měřit za pomoci indikátorů sentimentu (psychological market indicators), tedy indikátorů měřící chování a nálady investorů. Využijeme indikátory na bázi opčních kontraktů (Put/Call Ratio a ISEE index), na bázi Bull/Bear Ratio (AAII Bull Ratio) a indikátory spotřebitelské důvěry (Professional Global Confidence Index, MCSI, CCI) pro odhalení změn v psychologickém chování investorů, sledováním extrémů indikátorů naznačující možné korekce a reversiony trendu.

### 6.4.1 Put/Call Ratio

Put/Call Ratio je poměrem objemu zobchodovaných put a call opcí v jednotlivých dnech. Při optimistickém, rostoucím trhu je obchodovaný objem větší u call opcí a Put/Call Ratio **klesá**. Při klesajícím, medvědímu trhu je naopak větší objem u opcí na pokles a Put/Call Ratio **roste**. Zvýšení put opcí může způsobit i "úlevu" v prodejním tlaku a poté vyústit v růst trhu. Pro vyhlazení denních hodnot Put/Call ratio slouží klouzavé průměry s nastavením periody.



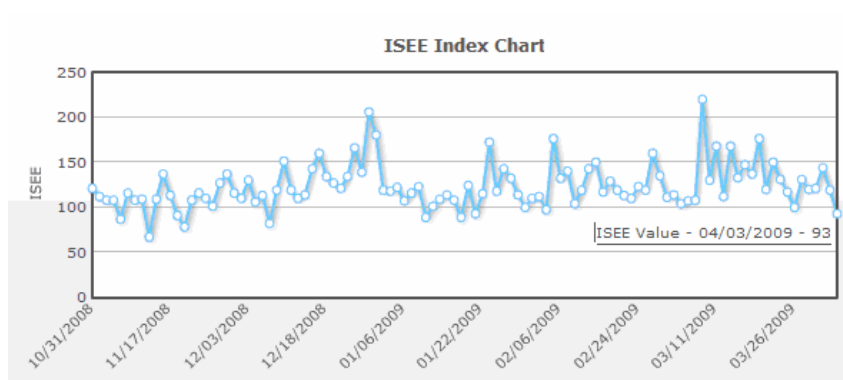
Obr. 55 Put/Call Ratio - indikátor sentimentu investorů. Zdroj [Indexindicators.com]

Na konci března 2009 pokles 20ti denní průměr Put/Call Ratio na hodnotu 0,6. Této hodnoty indikátor dosáhl naposledy v květnu 2008 a jedná se o **pozitivní zprávu** pro akciové trhy, protože lze za pomoci tohoto indikátoru vyvodit závěr, že investoři nakupovali v březnu více opcí na růst než na pokles oproti minulým měsícům. Například ještě v prosinci 2008 dosahoval 20ti denní průměr Put/Call Ratio hodnoty téměř 0,9, což značilo panující obavu investorů na trhu. Pozitivní také je, že index ve sledovaném období nedosáhl hodnoty vyšší než 1.

#### 6.4.2 ISEE Index

International Securities Exchange Sentiment Index předvídá směr akciového trhu na základě otevřených opčních pozic. Oproti Put/Call Ratio má ISEE Index dvě výhody. ISEE index zohledňuje navíc pravý tržní sentiment eliminací opčních pozic uzavřených market makery, a do výpočtu vstupují pouze otevřené dlouhodobé opční pozice. ISEE Index se vypočítá jako

$$\frac{\text{LongCalls}(\text{OpeningPosition})}{\text{LongPuts}(\text{OpeningPosition})} \times 100. \text{ Index reflektuje stav pod a nad hodnotou 100.}$$



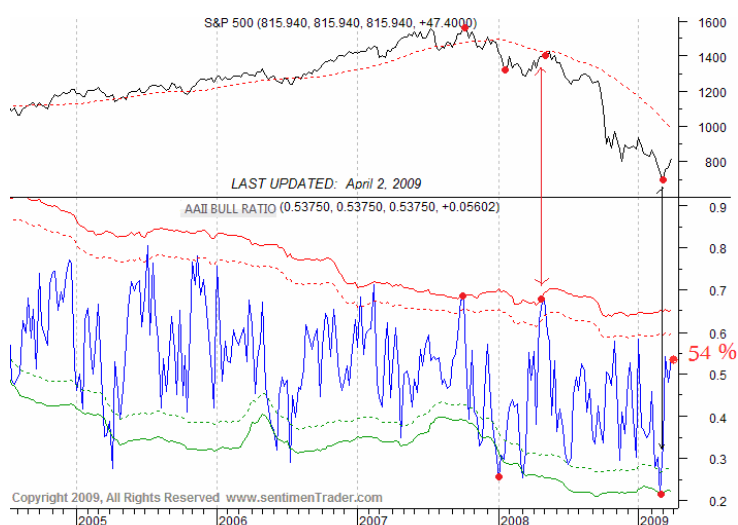
Obr. 56 Vývoj ISEE indexu. Zdroj [International Securities Exchange]

**Na počátku dubna více investorů otevřelo dlouhodobé opční pozice na pokles než na růst a ISEE index poklesl na hodnotu 93. Hodnota 93 indexu ISEE z 3. dubna 2009 zname-**

ná, že na každých 100 put opcí bylo zobchodováno 93 call opcí. Vyšší hodnota put opcí je typická v době poklesu cen akciového trhu a reflektuje spíše pesimistická očekávání investorů. Pro srovnání se ve sledovaném období nacházel index sentimentu ISEE nejnižší v listopadu 2008, kdy dosáhl hodnoty 60. **Optimistická očekávání trhu reflektují hodnoty ISEE vyšší než 100**, kdy více investorů otevírá dlouhodobé opční pozice spekulující na růst trhu, typické v dobách růstu akciového trhu. Těchto hodnot již v roce 2009 index ISEE mnohokrát dosáhl. V jistém případě může zvýšení objemu put opcí způsobit i snížení prodejního tlaku s vyústěním v budoucí růst akciového trhu.

### 6.4.3 American Association of Individual Investor Bull Ratio

American Association of Individual Investor Bull Ratio (AAII Bull Ratio) je uznávaný indikátor sentimentu členů asociace, který je zveřejňován týdně neziskovou Americkou asociací individuálních investorů založenou v roce 1978. Asociace v průzkumu klade členům otázku, kde se bude nacházet akciový trh za šest měsíců. Respondenti vybírají ze tří možností, a to buď že se bude nacházet v býčím, medvědím a nebo v nezměněném trendu. Pokud je většina respondentů stejného názoru, např. se shodnou, že se bude akciový trh za šest měsíců vyvíjet v rostoucím trendu, často hodnota indikátoru koresponduje s market high a naopak. AAII Bull Ratio je 4 týdenním klouzavým průměrem a bývá doplněn o Bollingerova pásma, která reflektují extrémní hodnoty indikátoru. Například podíváme-li se na 1. kvartál roku 2008, kdy indikátor AAII Bull Ratio dosáhl na červené Bollingerovo pásmo, můžeme pozorovat market high s následným potenciálem sestupu akciového trhu reprezentovaném indexem S&P 500.

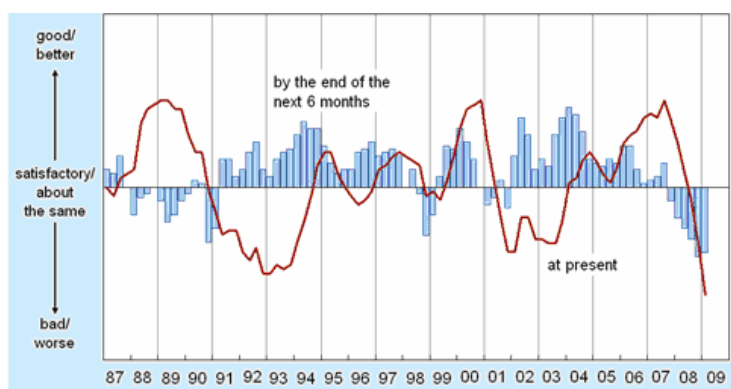


Obr. 57 AAII BULL RATIO. Zdroj [Sentimentrader.com]

AAII Bull Ratio MA 4-týdenní dosáhl 2. dubna 2009 hodnoty přibližně **54 procent**, kdy 43 procent členů Asociace očekává, že za 6 měsíců (říjen 2009) se bude akciový trh nacházet již v **býčím trendu**. Naopak **37 procent** členů Asociace předvídá stále **medvědí akciový trh** v říjnu 2009. V dubnu 2009 dosahoval index AAII Bull Ratio příznivých hodnot narozdíl od předcházejících dvou měsíců, kdy například v únoru převládala downtrendový sentiment individuálních investorů a index dosáhl extrémní hodnoty 2,3 procenta. Zároveň však tento extrém znamenal významný signál, protože došlo k proražení zelené linie Bollinger Bands, což znamená, že můžeme očekávat potenciál budoucího růstu akciového indexu S&P 500.

#### 6.4.4 IFO indikátor světového ekonomického klimatu

Od roku 1981 provádí německý institut IFO čtvrtletní průzkumy v řadě zemí zaměřující se na vývoj hospodářského cyklu a další ekonomické faktory. Pro čtvrtletní průzkum letošního roku, který Institut prováděl ve spolupráci s Mezinárodní obchodní komorou v Paříži (ICC) získal odpovědi 1035 odborníků z 92 zemí světa.



Obr. 58 IFO Indicator for the World Economic Climate Falls Further

Zdroj [IFO World Economic Survey (WES) I/2009].

Čtvrtletní výsledky indikátoru ekonomického klimatu IFO byly horší než se očekávalo. Indikátor poklesl z 67 bodů na nové historické minimum 45ti bodů. Pokles indikátoru reflektuje nepříznivé hodnocení současné a budoucí ekonomické situace. Názory odborníků na budoucí vývoj světové ekonomiky v příštích šesti měsících byly příznivější. Zhoršení indikátoru světového ekonomického klimatu bylo zapříčiněno zhoršením ekonomických ukazatelů klimatu severní Ameriky, západní Evropy a Asie. V příštích šesti měsících je podle odborníků WES očekáván pokles celosvětového obchodu, pokles inflace zvláště patrné v západní Evropě a v severní Americe. Dále očekávají pokles úrokových sazeb jak krátkodobých, tak dlouhodobých. Odborníci vyjádřili názor také ke kurzům měn, kdy japonský jen vnímají

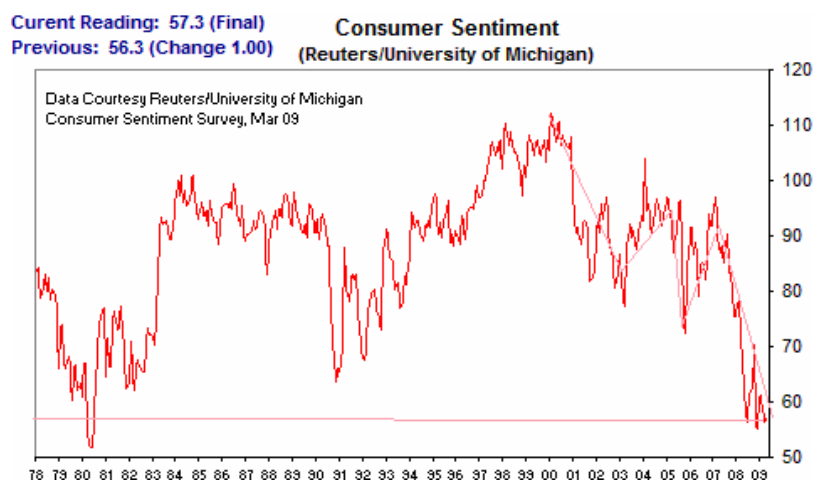
poprvé od roku 2002 jako nadhodnocený, britskou libru jako podhodnocenou a americký dolar za řádně oceněný. Proto očekávají i stabilní vývoj dolaru v příštích šesti měsících.

#### 6.4.5 The Bloomberg Professional Global Confidence Index

Podle pravidelné ankety agentury Bloomberg poklesla v březnu globální ekonomická důvěra v rámci Professional Global Confidence Index z únorových 8,5 na 5,95 bodu. Pesimistická nálada dále narůstá především v USA a Evropě, Asie zaznamenala mírné zlepšení. 6. dubna 2009 rostla důvěra investorů nad očekávání ekonomů, což vedlo k poklesu evropského dluhopisového trhu a také k růstu zisků z investic do trhu akciového. *“Sentiment is quite good at the moment, driving demand for core government bonds lower,”* řekl<sup>140</sup> Wilson Chin, stratég úrokových měř z Amsterodamské společnosti ING Groep NV.

#### 6.4.6 Index spotřebitelského sentimentu University Michigan (MCSI)

Důležitým ukazatelem sentimentu nálad panujících mezi spotřebiteli je měsíčně zveřejňovaný University of Michigan Consumer Sentiment Index, který je sestavován na základě telefonického průzkumu dotázaním 700 domácností. Převýší-li hodnota indexu očekávání trhu, může mít dopad na posílení dolaru a naopak. Reflektuje také perspektivy dalšího hospodářského rozvoje v USA za předpokladu, že výdaje spotřebitelů tvoří důležitý faktor velikosti HDP.



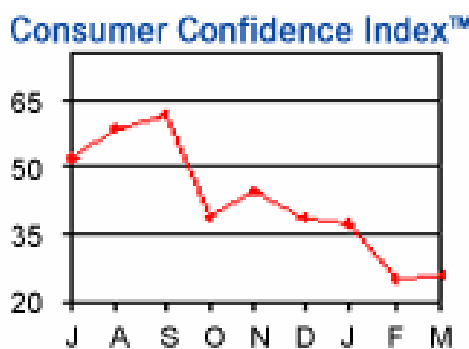
Obr. 59 University of Michigan Consumer Sentiment Index [Reuters]

<sup>140</sup> BLOOMBERG.COM. European Bonds Drop as Confidence Rebounds, Stock Markets Rise [online]. 2009-04-06 [cit. 2009-04-06, 12:41]. Dostupné na www: < <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aw1iM4H8GVnw>>.

V roce 2009 index MCSI výrazně poklesl a v březnu dosáhl velmi nízké hodnoty 57,3 blížící se minimu z roku 1980. Důvěra amerických spotřebitelů se propadla s rostoucí nezaměstnaností pro srovnání z hodnoty 61,2 indexu sentimentu MCSI z ledna 2009. Velmi **nízká hodnota indikátoru** značí pesimismus mezi spotřebiteli reflektující ne příliš optimistické perspektivy krátkodobého hospodářského rozvoje v USA.

#### 6.4.7 Index spotřebitelské důvěry (Conference Board Consumer Confidence)

Tento index spotřebitelské důvěry se blíží Indexu Michiganské univerzity odrážející panující náladu mezi americkými spotřebiteli jako indikátoru stavu hospodářské konjunktury, ale navíc zahrnuje větší skupinu respondentů. Při růstu panuje optimismus a recesi naopak doprovázejí nízké hodnoty indikátoru. Pokles indexu se odráží i v oslabení americké měny. Index je zveřejňován měsíčně a odráží 6ti měsíční odhad budoucí ekonomické situace. V únoru 2008 poklesl index spotřebitelské důvěry (CCI) podle *Conference Board* na minimum od roku 1967, což indikovalo velmi jasnou nedůvěru dotázaných pěti tisíc amerických domácností v tržní prostředí. **Březnové výsledky indexu spotřebitelské důvěry (CCI) nebyly příznivé, spotřebitelé byli extrémně pesimističtí v odhadu krátkodobého vývoje.** Téměř 39 procent amerických domácností očekává v příštích 6ti měsících zhoršení ekonomických podmínek včetně zvýšení nezaměstnanosti. Pouze 9 procent dotázaných předpovídá naopak zlepšení v optimistickém očekávání. Pozitivní je pouze to, že krátkodobý výhled spotřebitelů v březnu byl méně negativní než v únoru. Nízké hodnoty indikátoru indikují panující pesimismus.



Obr. 60 CCI. Zdroj [The Conference Board]



## 7 KVANTIFIKACE RIZIK SPOJENÝCH S INVESTICEMI DO PODÍLOVÝCH FODNŮ

### 7.1 Rizika prognózování pomocí FA

Zda-li jsou **očekávání v DP** správná ukáže v budoucnu **zveřejnění** nyní predikovaných ukazatelů (např. HDP, inflace, nezaměstnanost). Kurzy finančních instrumentů dosahují značné volatility v případě, že dojde k **neočekávané změně fundamentálního faktoru** (například dojde-li k jinému vývoji úrokových sazeb než se očekávalo). Pokud není naplněno očekávání trhu, pravděpodobně dojde při oznámení nového fundamentu k ovlivnění kurzu měny. Pokud se však očekávání trhu naplní, k výrazné změně kurzů finančních instrumentů nedojde, protože **očekávání již trh do kurzů promítl** a predikce bude platná. Například 31. května 2007 ČNB naplnila tržní očekávání a rozhodla se zvýšit úrokové sazby z 2,5 procent na 2,75 procent, tedy o 25 bodů. Investoři se zvýšením úrokových sazeb počítali, a proto nedošlo k významnější reakci na finančních trzích po oznámení zprávy v médiích. **Riziko neočekávaného zvýšení úrokových sazeb** spočívá v tom, že neočekávané zvýšení úrokových sazeb povede k **posílení domácí měny**, kdy **vklady se stanou výnosnější** vlivem úrokového diferenciálu. Dále povede k **poklesu kurzu dluhopisů** v domácí měně, dáno negativním korelačním vztahem mezi cenou dluhopisu a úrokovou sazbou. Neočekávané zvýšení úrokových sazeb způsobí **oslabení kurzů akcií** (dojde ke snížení jejich vnitřní hodnoty) jednotlivých společností vlivem vyšších nákladů na splácení úroků z úvěru a oslabí i celý domácí akciový index (tedy v České republice index PX) složený z kurzů domácích akcií. Neočekávané zvýšení úrokových sazeb by mohlo mít vliv i na **snížení cen komodit**, avšak záleží, ve které zemi ke zvýšení úrokových sazeb došlo. Ceny komodit ovlivní změna úrokových sazeb v USA, neočekávané zvýšení úrokových sazeb v ČR jejich cenu neovlivní. **Riziko neočekávaného snížení úrokových sazeb** má dopady přesně opačné. **Existuje i riziko selhání účinku monetární politiky**, kdy snižování úrokových sazeb nemusí ekonomice pomoci kvůli globálním desinflačním silám a např. výnosy z dluhopisů mohou nevysvětlitelně klesnout poté, co dojde ke zvýšení úrokových sazeb. **Riziku inflace** čelí investoři ve smyslu nebezpečí poklesu reálné hodnoty výnosů především pevně úročených cenných papírů. Pokud **inflace neočekávaně vzroste**, ekonomická nejistota zasáhne celý finanční trh, včetně akciového trhu a dojde k relativnímu **znehodnocení akcií**. Vlivem poklesu reálné hodnoty majetku firem poklesnou např. i nominální kurzy akcií těchto společností. **Měnové riziko**

představuje neočekávanou změnu kurzu měny. V krátkodobém horizontu je kurz měny velmi těžce předvídatelný, v dlouhodobém horizontu jej lze ovlivnit pomocí monetární politiky. V praxi bývají aplikovány dva scénáře, a to buď udržování nízké inflace za současného posilování domácí měny a nebo udržování stabilního kurzu či mírné oslabení domácí měny za cenu vyšší inflace. Pokud měna posiluje, dochází k neinflačnímu růstu domácí ekonomiky, tzn. že se zvyšuje reálný růst HDP při současném snižování inflace. Samozřejmě posilování domácího kurzu měny způsobuje snížení konkurenceschopnosti domácích vývozců, a proto bylo v současnosti pro ČR výhodné oslabování kurzu koruny v roce 2009. **Riziko neočekávaných ekonomických a politických šoků v ekonomice**, jakými jsou například válka, teroristický útok, ropná krize nebo nedávná hypoteční krize, mohou zemi uvrhnout do dlouhodobé recese. Zhoršení politické situace může vést k prudkému stažení investovaných prostředků nebo k růstu cen deviz. Politické riziko může být významnou příčinou ztrát na kapitálových trzích, je proto nutné jej nepodceňovat. Politické riziko lze diverzifikovat globální diverzifikací portfolia.

## 7.2 Rizika prognózování pomocí TA a MTA

Prognózování budoucího vývoje hlavních finančních trhů v USA s následnou aplikací na vývoj hlavních typů podílových fondů v ČR za pomoci TA a MTA s sebou nese také rizika. Tím je především způsob, použití a nejednotný **výklad technických indikátorů**. Pro potvrzení predikce se musejí indikátory potvrzovat, odchylky mohou být způsobeny použitím odlišných indexů. Především je nutné provádět TA a MTA **opakovaně** s opětovným hledáním signálů a možných korekcí a obrátů trendu. Rizikem prognózování budoucího vývoje hlavních typů PF v ČR provedením TA a MTA hlavních finančních trhů v USA je také **časový dopad**. Některé trendy mají přímý dopad (např. akciový trh) a jiné se mohou projevit s časovým opožděním. Za riziko lze považovat při predikcích pomocí TA také to, že neexistují empirické důkazy, že se historie cenových změn pravidelně opakuje. Při predikcích je také **rizikem subjektivní pohled** autora.

## 7.3 Rizika prognózování pomocí PA

Psychologická analýza zkoumá především nálady tzv. *market sentiment* na trzích pomocí sentiment indikátorů. Při predikcích budoucího vývoje hlavních finančních trhů a vývoji budoucích trendů základních typů podílových fondů existuje budoucí **riziko masové psychózy** v určitých situacích na finančních trzích, která je předmětem zkoumání psychologie

davů. Vliv psychologických faktorů na finanční trhy je považován obvykle za krátkodobý, ovšem existuje také riziko dlouhodobých dopadů psychologických faktorů vlivem neočekávaných ekonomických a politických šoků. Psychologické reakce investorů mohou **vyústit i v riziko vzniku spekulativních bublin**.

## 7.4 Rizika spojená s investicemi do PF

Vedle rizik spojených s predikcí budoucích trendů odvětví PF existují i obecná rizika spojená s přímým investováním do PF. Především připomeňme, že minulá výkonnost PF nezaručuje budoucí výkonnost, dále že hodnota investice v čase kolísá a dokonce existuje riziko nenávratnosti investice. S vyšším požadovaným výnosem čelí podílník vyššímu riziku. Riziko akcií, měn, komodit či obligací se vyjadřuje pomocí *volatility*, která je předmětem moderní *teorie portfolia*. Základním prostředkem pro snížení volatility je diverzifikace.

### 7.4.1 Rizika spojená s investicemi do PFPT

**Reinvestiční riziko** je riziko budoucí změny úrokových sazeb znesnadňující predikci výnosů, které se zvyšuje s rostoucím investičním horizontem. S tímto typem rizika se může setkat i podílník PFPT. Riziko spočívá v tom, že výnosy podílníků mohou být časem nižší, z důvodu snížení úrokových sazeb. **Kreditní riziko** představuje pro PFPT nebezpečí krachu banky či záložny. Vklady u bank a družstevních záložen jsou od 15. 12. 2008 pojištěny ve výši 100 procent, maximálně však do výše 50.000 eur pro jednoho vkladatele u jedné banky. *Vlivem kreditního rizika* dochází u bank k neochotě půjčovat peněžní prostředky, tedy dochází ke zvyšování úroků za bankovní půjčky a hypotéky i poté, co dojde ke snížení základních úrokových sazeb. Tento dopad souvisí s **rizikem selhání účinku monetární politiky**. V souvislosti s finanční krizí vyšlo najevo, že není možné pokládat všechny PFPT za zcela konzervativní, řada z nich investovala do rizikovějších korporátních dluhopisů.

### 7.4.2 Rizika spojená s investicemi do DPF

Základním rizikem DPF je **durace obligací**, neboli průměrná doba splatnosti jistiny a kuponových plateb. S rostoucí durací roste **reinvestiční riziko** a podílník požaduje vyšší výnos. S rostoucí dobou splatnosti obligací se zvyšuje také **riziko politických událostí**, které ovlivňuje tržní cenu dluhopisů obchodovaných na finančních trzích a má dopad na *volatilitu cen dluhopisů*. Obligace se splatností do 3. let *mívají volatilitu* 2,5-4 procent, obligace se

splatností 3-10 let dosahují volatility 4-6 procent a dluhopisy se splatností 10-50 let již mohou kolísat 6-10 procenty. Hlavním zdrojem rizik je v rámci DPF **riziko inflace** a riziko změn **úrokových měř.** U pevně úročených cenných papírů ještě existuje **riziko platební neschopnosti**, tedy možnosti, že emitent nedostojí svým závazkům. Pravděpodobnost vzniku platební neschopnosti představuje rating. Největší riziko DPF představuje **kreditní riziko**, kdy je nutné znát jaký podíl v portfoliu DPF zabírají vládní a korporátní obligace a především věnovat pozornost podílu tzv. *high yield* obligací vhodných pro agresivní investory.

#### 7.4.3 Rizika spojená s investicemi do APF

Při investování do APF se podílníci potýkají s širokým spektrem rizik. Především jde o **specifická rizika jednotlivých odvětví** a o samotné **riziko podnikání** společností, které jsou předmětem investic APF. Výnosnost investic v APF může ovlivnit i oznámení a vývoj makroekonomických a finančních ukazatelů v USA, mimo jiné i **neočekávaná změna úrokových sazeb**, která může vést k **vyšší volatilitě** akciového trhu. Velmi podstatné je riziko **politických a ekonomických událostí**, které mohou změnit dlouhodobý trend akciového trhu. Pro snížení rizika volatility je vhodné diverzifikovat portfolio napříč různými odvětvím s dostatečným množstvím různých titulů (doporučuje se min. 7 akciových titulů). Riziko inflace způsobuje možné znehodnocení investic. Existuje také **riziko nevyplácení dividend**.

#### 7.4.4 Rizika spojená s investicemi do SPF

Smíšené podílové fondy se snaží diverzifikovat riziko investováním do všech základních typů podkladových aktiv, tedy do akcií, dluhopisů i peněžního trhu. Proto při investování do SPF je nutné počítat se všemi zmíněnými riziky spojenými s investicemi do PFPT, DPF a APT. Smíšené podílové fondy orientované na nemovitostní trh podléhají riziku **změny úrokové sazby a zvýšení nabídky na realitním trhu**, kdy např. růst úrokových sazeb a zvýšená nabídka působí v důsledku na pokles cen nemovitostí, a tedy na pokles výnosů SPFN. V inflačním období jsou naopak nemovitosti v hledáčku investorů a jejich tržní cena vzrůstá s růstem peněžní zásoby. **Rizikovými faktory** pro pokles cen nemovitostí a tím výnosů SPF orientovaného na realitní trh jsou především **podprůměrný růst** a **pokles HDP** doprovázený **odlivem kapitálu, nízká ochota bank půjčovat úvěry a hypoteční úvěry, pomalý růst a pokles produktivity, nebo přísná měnová politika**. Realitní trh, který je nehomogenní a málo likvidní, podléhá také riziku **cenových bublin**, kdy jde o nadhodnocení tržních cen nemovitostí trvajících i celá léta (např. Hongkong, USA, Španělsko).

## 8 ZÁVĚRY O BUDOUCÍCH VÝVOJOVÝCH TRENDECH HLAVNÍCH TYPŮ PODÍLOVÝCH FONDŮ V ČR

Závěrem bych ráda na základě zpracované analytické a projektové části diplomové práce vyvodila aplikovatelné závěry o budoucích vývojových trendech vybraných typů PF v ČR, a splnila tak *poslední zásadu*, kterou jsem si vytyčila. Odhady podléhají rizikům popsaným v rámci sedmé kapitoly.

Při samotném investování **doporučuji** drobným investorům znát předem finanční a nefinanční rizika, která mohou v budoucnu nastat a znehodnotit jejich reálný výnos z investic nebo jim dokonce přivodit ztrátu. Kromě správné identifikace a alokace těchto rizik **doporučuji** rizika v jednotlivých případech dále správně kvantifikovat a začít efektivně řídit<sup>141</sup>. Při investování do jednotlivých typů podílových fondů jsou obvykle rizika spjata s očekávaným výnosem, kdy platí, že s očekávaným vyšším výnosem je spjata také vyšší riziko. **Doporučuji** především řídit riziko kreditní a reinvestiční, které roste s durací podkladového aktiva nebo vlivem rizika selhání účinku monetární politiky. Kromě rizika ztráty ze změn tržních cen a rizika ztráty ze selhání partnera je důležité při investicích také počítat s rizikem politických událostí, s rizikem náhlého růstu inflace nebo s rizikem likvidity. Při investování do akciových podílových fondů, které je obecně rizikovější než do ostatních typů podílových fondů, **doporučuji** brát v úvahu i specifická rizika jednotlivých odvětví a rizika obchodní. Velký vliv na výnosnost podílových fondů má především vývoj na hlavních finančních trzích, hospodářská situace země a psychologie investorů, o kterém by měl mít každý investor i podílník přehled. Tyto faktory **doporučuji** případným investorům a podílníkům analyzovat např. pomocí FATAMTAPA.

### 8.1 Aplikovatelné závěry zjištěné pomocí FA

Na základě provedené fundamentální analýzy **odhaduji**, že v současném desinflačním období vlivem snížení a dalšího očekávaného snížení základních úrokových sazeb poklesne reálná výnosnost *podílových fondů peněžního trhu (PFPT)* v ČR, protože výnosy tohoto typu podílového fondu jsou obvykle přímo definované výši úrokových měr. Současně by vliv poklesu úrokových sazeb mohl pozitivně působit s několikaměsíčním opožděním na růst cen

<sup>141</sup> Například tržní riziko navrhuji snížit vhodnou diverzifikací investičního portfolia.

dluhopisů se splatností do jednoho roku, do kterých PFPT také investují, což by mělo pozitivní dopad na výnosnost podílových fondů peněžního trhu. **Očekávám**, že k reálnému zhodnocení investic PFPT dojde až v době střední fáze expanze hospodářského cyklu, ve které obvykle dochází k růstu úrokových sazeb s cílem snížit inflační tlaky v ekonomice, která by měla *např. podle predikce Oxford Economics (obr.18)* nastat v USA již kolem roku 2011. Současně by však vlivem zásahů monetární politiky v expanzivní fázi ekonomiky mohlo s několikaměsíčním opožděním docházet k poklesu tržních cen krátkodobých dluhopisů, negativně působící na výnosnost PFPT, a také k růstu kreditní prémie u krátkodobých dluhopisů. Budoucnost PFPT velmi závisí na sentimentu investorů. **Odhaduji**, že vlivem přesunu peněžních prostředků podílníků z PFPT na termínované účty bank nabízející v současnosti obdobný výnos při 100 procentním jistění vkladů, či vlivem přesunu peněžních prostředků do jiného typu podílového fondu, by se mohlo projevit na konci roku 2009 v meziročním poklesu aktiv PFPT v České republice.

Na základě provedené fundamentální analýzy **odhaduji**, že pokud bude pokles úrokových sazeb *podle prognózy ČNB* pokračovat, lze již na konci roku očekávat zajímavých výnosů *dluhopisových podílových fondů (DPF)* v ČR. V době hospodářské expanze USA a České republiky, která je prozatím vzdálená, **očekávám**, že dojde následně k růstu úrokových sazeb k růstu výnosů do splatnosti u dluhopisů, a k poklesu jejich tržních cen, což se negativně projeví na výnosnosti DPF v ČR. Z taktické alokace aktiv (*obr.36*) **odvozují**, že v období poklesu úrokových sazeb, ke kterému obvykle dochází ve střední kontrakční fázi ekonomického cyklu, by podílníci mohly očekávat zajímavé zhodnocení investic vložených do DPF vlivem růstu cen na trhu dluhopisů. **Doporučuji** podílníkům zvážit možnost výběru kapitálu z DPF až v době střední fáze expanze hospodářského cyklu, kdy obvykle centrální banka zvyšuje úrokové sazby, které mají s časovým zpožděním vliv na pokles tržních cen dluhopisů a v důsledku i na pokles reálných výnosů z investic v rámci DPF. Ve fázi za vrcholem hospodářského cyklu, kdy znovu dochází ke kontrakční fázi ekonomiky v rámci teorie cyklu, s poklesem tržních cen dluhopisů začnou klesat také tržní ceny zejména cyklických akcií.

Na základě globální fundamentální analýzy **odhaduji**, že dosavadní pokles výkonnosti *akciových podílových fondů (APF)* v ČR by se mohl obrátit na růst výkonnosti doprovázený přílivem aktiv až v období počátku hospodářské expanze v USA, podle odhadů odborníků nejdříve v období let 2010 až 2012. **Odhaduji**, že na růst akciového trhu a tím také zprostředkovaně i na růst reálných výnosů podílníků participujících v rámci APF by mohl mít

kladný vliv pozitivní dopad masivních stimulačních plánů vlád realizovaných prostřednictvím expanzivní fiskální politiky s multiplikačním efektem na podporu růstu ekonomiky, které by se měly projevit v letošním a příštím roce. Negativně však může podle mého názoru zapůsobit na reálný výnos APF inflační dopad fiskální stimulace, kdy obecně vlivem inflace dochází k znehodnocení výnosů z investic. Avšak za určitých podmínek může inflace podpořit i akcie proti dluhopisům, protože akciový trh obvykle podléhá menšímu inflačnímu riziku než trh dluhopisový, kdy mezi vývojem tržních cen akcií a mezi vývojem úrokových sazeb není tak prokazatelný inverzní vztah jako u tržních cen dluhopisů ve vztahu k výši úrokových sazeb. **Odhaduji**, že růstu akciového trhu v USA a růstu výnosů APF investujících především do cyklických akcií by mohlo v budoucnu napomoci současné zvyšování objemu peněz v oběhu v rámci expanzivní monetární ekonomiky realizované v současnosti v USA, protože zvyšování nabídky peněz v ekonomice je v pozitivním korelačním vztahu s růstem akciových trhů vlivem efektu zvýšení likvidity. Současný a zároveň další očekávaný pokles základních úrokových sazeb v USA a eurozóně by měl mít podle mého názoru také krátkodobě pozitivní vliv na oblast akciových trhů vlivem snížení nominálního úrokového zhodnocení alternativních investic, např. terminovaných vkladů. Na základě vývoje makroekonomických ukazatelů USA a na základě akciového cyklu a sektorové rotace (*obr.34 a obr.35*) **odhaduji**, že do konce roku 2009 nedosáhnou většího znehodnocení investic APF investující do defenzivních a neutrálních odvětví. Na základě taktické alokace aktiv dochází k růstu akcií až po dosažení dna akciového trhu, ve fázi hospodářské obnovy ekonomiky USA. **Očekávám** růst výnosů APF ve střední fázi expanze hospodářského cyklu, kdy toto období může drobný investor poznat také podle toho, že dochází ke zvyšování základních úrokových sazeb centrální bankou. **Doporučuji** zvýšenou obezřetnost podílníkům APF v období hospodářské kontrakce v USA, kdy dochází ke snižování úrokových sazeb centrální bankou a k poklesu tržních cen akcií působící na znehodnocení investic APF.

Na základě fundamentální analýzy jsem mimo jiné **zjistila**, že současný vývoj výkonnosti *smíšených podílových fondů investujících převážně do nemovitostí (NSPF)* v ČR byl negativně ovlivněn poklesem cen nemovitostí v ČR a v USA, nízkou aktivitou na trhu nemovitostí, poklesem cen akciového trhu v USA, zpomalením růstu ekonomiky, stagnací nominálních mezd v ČR od roku 2007 či obavami z deflace. Kladně by na růst cen nemovitostí v ČR v budoucnu mohlo působit růst peněžní zásoby, pokles úrokových sazeb, zvýšení průměrné mzdy, zvýšení meziročního přirozeného přírůstu obyvatel v ČR a očekávaný růst

HDP, který ČNB prognózuje od roku 2010. **Očekávám**, že by mohlo dojít v dlouhodobém horizontu ke zlepšení výkonnosti NSPF, ale pouze za předpokladu, že se ekonomika USA a ČR opětovně dostane do fáze hospodářské expanze. Doporučuji drobným investorům věnovat pozornost riziku cenových bublin, které jsou typické pro tento typ investic.

Na základě poznatků z taktické alokace aktiv v rámci provedené fundamentální analýzy **očekávám** možné zvýšení výkonnosti *smíšených podílových fondů investujících do komodit (KSPF)* v ČR nejdříve v době hospodářské obnovy v USA, kdy začnou vlivem opětovného růstu HDP, vlivem zvyšování produktivity a vlivem zvýšení agregátní poptávky, opětovně růst ceny komodit. Růst cen komodit za přítomnosti zvýšených inflačních tlaků, by měl přetrvávat po celé délce expanzivní fáze hospodářského cyklu, dále v době vrcholu hospodářského cyklu, a také v počáteční fázi recese hospodářského cyklu v souvislosti s počáteční fází klesajícího akciového trhu. **Očekávám**, že k opětovnému snížení výkonnosti KSPF dojde jako obvykle v desinflačním období kontrakční fáze ekonomiky USA. **Očekávám**, že současná tendence snižování základních úrokových sazeb v roce 2009 v USA a v dalších zemích, by měla podpořit růst agregátní poptávky po komoditách, což by mělo mít kladný vliv na budoucí růst cen komodit v inflačním období a následně kladný vliv na růst výkonnosti KSPF. K růstu cen komodit by v budoucnu mohl přispět i klesající kurz dolaru, který působí proinflačně.

## 8.2 Aplikovatelné závěry zjištěné pomocí TA

Pomocí provedené technické analýzy s využitím cenových grafů a technických indikátorů **odhaduji**, že v dlouhodobém horizontu dojde k růstu akciového trhu reprezentovaného indexem S&P 500, který by měl kladně působit na budoucí vývoj APF v ČR. Přímo doba počátku růstu tržního indikátoru S&P 500 závisí na tom, zda dojde k proražení hranice odporu v krátkodobém horizontu. Pokud k proražení hranice odporu v krátkodobém horizontu nedojde, očekávám krátkodobou cenovou korekci indexu S&P 500 zpět k trendové linii (*obr.44*). Tržní indikátory poukazovaly na budoucí potenciál růstu tržních cen akcií. Zjednodušeně **odvozují**, že v dlouhodobém horizontu mají APF na základě odhadu budoucího vývoje akciového trhu v USA pomocí TA perspektivu růstu výnosů.

**Dále očekávám** v krátkodobém horizontu mírný růst dluhopisového trhu reprezentovaného tržním indexem USB. V dlouhodobém horizontu však již **očekávám** pokles dluhopisového trhu, který signalizuje cenová formace – praporek v cenovém grafu USB, po které obvykle



dochází k medvědímu trendu. Tržní indikátory poukazovaly v době zkoumání v průměru na krátkodobý růst tržních cen dluhopisů. Zjednodušeně **odvozují**, že v dlouhodobém horizontu nemají DPF na základě odhadu budoucího vývoje dluhopisového trhu v USA pomocí TA perspektivu růstu výnosů a spíše očekávám v dlouhodobém horizontu mírný pokles výnosů.

Technická analýza **komoditního trhu reprezentovaného indexem CRB** poukazuje v dlouhodobém horizontu na růst komodit. **Očekávám**, že růst komodit započne v době proražení trendové linie v cenovém grafu CRB. Nedojde-li k proražení trendové linie směrem nahoru za podstatného objemu, očekávám další krátkodobou korekci cen komodit maximálně o 20 procent, než znovu dojde k růstu indexu CRB k trendové linii. Technické indikátory signalizovaly nákupní signály a potenciál růstu tržních cen komodit. Zjednodušeně **odvozují**, že v dlouhodobém horizontu mají KSPF na základě odhadu budoucího vývoje komoditního trhu v USA pomocí TA perspektivu růstu výnosů.

#### 8.2.1 Aplikovatelné závěry zjištěné pomocí MTA

*Analýza interakce komoditního a dluhopisového trhu* provedená v rámci MTA zjednodušeně **poukazuje** ve střednědobém a dlouhodobém horizontu na reverzi trendu dluhopisového trhu na downtrend a na růst trhu komoditního, dojde-li k proražení trendové linie směrem nahoru při podstatném objemu, nebo dojde-li k dokreslení formace **W** v cenovém grafu komoditního indexu CRB. Očekávám, že index dluhopisů USB může klesnout až k poslednímu minimu z roku 2008, či mírně pod něj. Zjednodušeně **odvozují**, že v dlouhodobém horizontu mají DPF na základě negativní korelace interakce komoditního a dluhopisového trhu perspektivu poklesu výnosů v souvislosti s poklesem tržních cen dluhopisů, které MTA signalizuje. Naopak **odhadují**, že v dlouhodobém horizontu budou mít KSPF na základě této interakce v dlouhodobém horizontu perspektivu růstu výnosů.

*Analýza interakce komoditního a měnového trhu* provedená v rámci MTA zjednodušeně **poukazuje** ve střednědobém a dlouhodobém horizontu na růst komoditního trhu a na mírný pokles kurzu amerického dolaru. Zjednodušeně **odvozují**, že v dlouhodobém horizontu mají KSPF na základě negativní korelace interakce komoditního a měnového trhu v dlouhodobém horizontu perspektivu růstu výnosů.

*Analýza interakce měnového a akciového trhu* provedená v rámci MTA zjednodušeně **poukazuje** ve střednědobém a dlouhodobém horizontu na mírný pokles kurzu amerického dola-

ru a na dlouhodobý růst akciového trhu. Dojde-li k dokreslení formace W nebo k proražení trendové linie směrem nahoru za podstatného objemu v cenovém grafu akciového indexu S&P 500, lze očekávat dosažení či velmi brzké dosažení dna akciového trhu v USA. Zjednodušeně **odvozují**, že v dlouhodobém horizontu mají APF na základě negativní korelace interakce měnového a akciového trhu v dlouhodobém horizontu perspektivu růstu výnosů v souvislosti s růstem tržních cen akcií, které MTA signalizuje.

*Analýza interakce dluhopisového a akciového trhu* provedená v rámci MTA zjednodušeně **poukazuje** ve střednědobém a dlouhodobém horizontu na budoucí růst akciového trhu a na mírný pokles dluhopisového trhu. Na základě této interakce **odhadují**, že růst akciového indexu S&P 500 by mohl započat ve třetím kvartále roku 2009. Zjednodušeně **odvozují**, že v dlouhodobém horizontu mají APF na základě pozitivní minimálně dvou roční zpožděné korelace interakce dluhopisového a akciového trhu v dlouhodobém horizontu perspektivu růstu výnosů. Naopak **očekávám**, v dlouhodobém horizontu pokles výnosů DPF.

### 8.3 Aplikovatelné závěry zjištěné v rámci PA

Vývoj hlavních finančních trhů ovlivňuje nejvíce tržní sentiment a psychologie investorů. K určení panujícího tržního sentimentu byly využity v rámci PA indikátory sentimentu. Výsledky *indikátorů sentimentu* na bázi opčních produktů nebyly identické. Hodnota Put/Call Ratio byla velmi pozitivní, vyjadřovala *optimismus* nad budoucím vývojem akciových trhů, protože na trhu se v březnu nacházelo aktuálně více investorů vstupujících do otevřených pozic call opcí než put opcí. Hodnota indexu ISEE vyjadřovala v březnu *mírný pesimismus* nad budoucím vývojem akciových trhů, protože v březnu více než polovina investorů vstoupila do dlouhodobých otevřených pozic put opcí. Pozitivní je, že hodnota indexu ISEE byla ve srovnání s listopadem 2008 mnohem příznivější. *V průměru 54 procent individuálních investorů v rámci indexu AAI Bull Ratio se domnívá, že za 6 měsíců již bude akciový trh růst.* Hodnota ukazatele je významná i z toho důvodu, že v únoru 2009 vyslal index AAIIBR významný signál o potenciálu růstu. Indexy spotřebitelského *sentimentu* (IFO, PGCI, MCSI, CCI) *jednotně ukazovaly na pesimistická očekávání spotřebitelů v USA v budoucí krátkodobý vývoj americké ekonomiky* současně s očekáváním zvýšení nezaměstnanosti. *Indikátor očekávání světového ekonomického klimatu IFO dosáhl negativních hodnot, což znamená, že v první polovině roku 2009 je řadou odborníků očekáván v příštích šesti měsících pokles světového obchodu, snižování inflace a další pokles úrokových sazeb.* V rámci průzkumu

CCI, 39 procent spotřebitelů v USA očekává zhoršení ekonomických podmínek a pouze 9 procent očekává zlepšení. Pozitivní bylo zlepšení hodnoty indikátoru PGCI, kdy hodnota v dubnu vzrostla nad očekávání ekonomů a v reakci na to poklesl trh dluhopisový, následován růstem akciového trhu.

#### 8.4 Rizika spojená s predikcí pomocí FATAMTAPA

Odhady vývojových trendů základních typu podílových fondů pomocí FA nemusí v budoucnu korespondovat s realitou, dojde-li ke zveřejnění nových makroekonomických dat v nesouladu s očekáváním v DP nebo v nesouladu s očekáváním trhu. V tomto ohledu predikce čelí například i riziku neočekávané změně úrokových sazeb, riziku selhání účinku fiskální a monetární ekonomiky, riziku neočekávanému zvýšení inflace, měnovému riziku a riziku neočekávaných ekonomických a politických šoků v ekonomice. Rizikem prognózování budoucích vývojových trendů pomocí metod TA a MTA je především subjektivní výklad cenových formací a signálů, stejně jako volba a použití technických indikátorů. Predikovat budoucí vývoj hlavních typů podílových fondů lze samozřejmě pomocí metod FATAMTA, avšak vždy je nutné počítat i s psychologickými faktory na finančních trzích v rámci PA. Vliv psychologických faktorů na finanční trhy je považován obvykle za krátkodobý, ovšem existuje také riziko dlouhodobých dopadů psychologických faktorů vlivem neočekávaných ekonomických a politických šoků. Psychologické reakce investorů mohou v tomto smyslu vyústit i v riziko vzniku spekulativních bublin, které mohou přetrvávat i celá léta. Některé studie uvádí, že psychologie ovlivňuje finanční trhy až z 50ti procent. Proto je nutné věnovat při predikcích PA věnovat pozornost.

## ZÁVĚR

Cílem mé diplomové práce bylo vypracovat projekt predikce vývoje hlavních typů podílových fondů v České republice pomocí fundamentální, psychologické, technické a mezitržní technické analýzy při zohlednění hlavních finančních a nefinančních rizik a vyvodit aplikovatelné závěry pro investory o zjištěných budoucích vývojových trendech.

Pro splnění tohoto cíle jsem v rámci několikaměsíční intenzivní práce nejdříve vypracovala literární rešerši zaměřenou na problematiku podílových fondů, která mi společně s mými znalostmi získanými v průběhu tříletého bakalářského studia a dvouletého magisterského studia na Univerzitě Tomáše Bati posloužila jako teoretická základna pro projektovou část diplomové práce. Pro úplnost jsem provedla také analýzu makroprostředí ve vztahu k podílovým fondům na úrovni světa, eurozóny a České republiky.

V samotné projektové části byla provedena predikce vývoje hlavních typů podílových fondů v České republice pomocí metod fundamentální, psychologické, technické a mezitržní technické analýzy s praktickou aplikací znalostí makroekonomie a principů fungování kapitálových trhů získaných při studiu na Univerzitě Tomáše Bati a čtením domácí a zahraniční odborné literatury. Pro jednotlivé prognózy byly využity zjištěné trendy hlavních finančních trhů v USA, aplikace makroekonomických zákonitostí, znalosti hospodářského cyklu, znalosti sektorové rotaci a znalosti taktické alokace aktiv.

Tato diplomová práce byla věnována teoretickým a praktickým aspektům fungování, predikování vývoje a hodnocení finančních rizik podílových fondů v České republice s hlavním posláním podat ucelený přehled *o minulém, současném a možném budoucím vývoji kolektivního investování v České republice se zaměřením na odvětví podílových fondů*. Hlavním smyslem práce bylo představit české veřejnosti odvětví podílových fondů z různých pohledů a nastínit možné budoucí tendence a vývojové trendy tohoto odvětví v České republice.

Tuto práci lze také chápat jako určitý metodický postup, jak lze k predikování budoucích trendů obecně hlavních typů podkladových aktiv také přistupovat. Nikdy není možné při predikcích obsáhnout všechny roviny a alternativy vlivem dostupným a nedostupným informací a vlivem dopředu neočekávaných faktorů. Ovšem nepokusit se o predikci vůbec, by bylo určitě chybou a při plánování a realizaci investic také vstupem do úplného neznáma.

Nakonec mi dovolte jednu radu, která je skryta v magickém investičním trojúhelníku:

Rozhodnete-li se začít investovat, důkladně analyzujte dostupné investiční příležitosti nejen ve vztahu k očekávanému výnosu, ale především k míře rizika, kterou budete při investicích ochotni podstoupit, respektive si předem určete maximální hranici únosné ztráty. Investice vybírejte i ve vztahu k likviditě, tedy také podle toho, na jak dlouho jste ochotni se peněžních prostředků za účelem jejich budoucího zhodnocení vzdát.

## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

### Monografie

- [1] ARLT, J., ARLTOVÁ, M. *Finanční časové řady*. 1.vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2003. 220 s. ISBN 80-247-0330-0.
- [2] FINK, P., M. *The Rise of Mutual Funds: an Insider's view*. 1.vyd. Oxford University Press, 2008. 320 s. ISBN 978-0-19-533645-0I.
- [3] GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. 1.vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2004. 156 s. ISBN 80-247-0709-8.
- [4] GRAHAM, Benjamin, ZWEIG, Jason. *Inteligentní investor*. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, a. s., 2007. 503 s. ISBN 8024717921.
- [5] HAGSTROM, G., R. *The Warren Buffet Way: investment strategies of the world's greatest investor*. 1<sup>st</sup> edition. New York: John Wiley & Sons, Inc, 1997. 336 s. ISBN 0-471-17750-4.
- [6] JÍLEK, Josef. *Finanční rizika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, s. r. o., 2000. 640s. ISBN: 80-7169-579-3.
- [7] KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 4.rozš. vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2005. 292 s. ISBN 80-247-1438-8.
- [8] LIŠKA, V., GAZDA, J. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1.vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0.
- [9] MURPHY, J. *Intermarket Technical Analysis: Trading Strategies for the Global Stock, Bond, Commodity, and Currency Markets*. New York: John Wiley&Sons, Inc., 1991. 282 s. ISBN 0-471-52433-6.
- [10] MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2002. 459 s. ISBN 80-86119-55-6.
- [11] NEFF, J. *John Neff on Investing*. 1.vyd. New York: John Wiley & Sons, Inc, 1999. 265 s. ISBN 0-471-41792-0.
- [12] PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. *Regulace a dozor nad kapitálovými trhy*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2004. 230 s. ISBN 80-86754-13-8.

- [13] POLÁCH, J., KAMENÍKOVÁ, B. *Základy peněžních a kapitálových trhů*. 2.vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2006. 168 s. ISBN: 80-7318-505-9.
- [14] ROUWENHORST, K., G., GOETZMANN, W. *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*. 1.vyd. New York: Oxford University Press, 2005. 416 s. ISBN 978-0-19-517571-4.
- [15] STEIGAUF, Slavomír. *Fondy: jak vydělávat pomocí fondů*. 1.vyd. Praha: GRADA, Publishing, a. s., 2003. 192 s. ISBN 80-247-0247-9.
- [16] SYROVÝ, P., NOVOTNÝ, M. *Osobní a rodinné finance*. 2. aktualiz. vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2005. 176 s. ISBN 80-247-1098-6.
- [17] THE WORLD BANK. *Czech Republic Toward EU Accession: Main Report*. 1.vyd. Washington: World Bank Publications, 1999. 249 s. ISBN 0-8213-4590-7.
- [18] THE WORLD BANK. *Czech Republic: Capital Market Review*. 1.vyd. Washington, D. C. : World Bank Publications, 1999. 194 s. ISBN 0-8213-4505-2.

#### Elektronické analytické reporty

- [19] AFAM ČR. *Metodika klasifikace fondů závazná pro členy AFAM ČR* [online]. [cit. 2009-03-02, 11:42]. Dostupné na [www: <http://www.akatcr.cz/download/53-metodika\\_klasifikace\\_20060613.pdf>](http://www.akatcr.cz/download/53-metodika_klasifikace_20060613.pdf).
- [20] CIA. *The World Factbook 2008* [online]. 2009-03-01 [cit. 2009-03-15; 23:01]. Dostupné na [www: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/xx.html#Econ >](https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/xx.html#Econ).
- [21] DE LONG, B. J., SHLEIFER, A. *The Bubble of 1929: Evidence from Closed-End Funds* [online]. February 1990 [cit. 2009-02-10, 20:42]. Dostupné na [www: <http://econ161.berkeley.edu/pdf\\_files/Bubble\\_1929.pdf >](http://econ161.berkeley.edu/pdf_files/Bubble_1929.pdf).
- [22] EFAMA. *International Statistical Release Q3 2008* [online]. 2009-02-09 [cit. 2009-03-14, 08:51]. Dostupné na [www: <http://www.efama.org/images/stories/quarterly\\_statistical\\_release\\_december\\_2008\\_1.pdf>](http://www.efama.org/images/stories/quarterly_statistical_release_december_2008_1.pdf).
- [23] EFAMA. *Worldwide Investment Fund Assets and Flows- Trends in the Third Quarter 2008* [online]. 2009-02-09 [cit. 2009-02-12, 09:22]. Dostupné na [www:](http://www.efama.org/images/stories/quarterly_statistical_release_december_2008_1.pdf)

- <[http://www.efama.org/index.php?option=com\\_docman&task=cat\\_view&gid=73&Itemid=-99](http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=73&Itemid=-99)>.
- [24] HOUGE, T., WELLMAN, J. *Fallout from the Mutual Fund Trading Scandal*. *Journal of Business Ethics* [online]. 2005, číslo 62 [cit. 2009-02-11; 09:38]. Dostupné na www: <<http://www.springerlink.com/content/fq2k782264408148/>>. ISSN 1573-0697.
- [25] INVESTMENT COMPANY INSTITUTE. *Mutual fund factbook 2004*. A guide to trends and statistics in the mutual fund industry [online]. 2005-01-31 [cit. 2009-02-10, 10:39]. Dostupné na www: <[http://www.ici.org/pdf/2004\\_factbook.pdf](http://www.ici.org/pdf/2004_factbook.pdf)>.
- [26] INVESTMENT COMPANY INSTITUTE. *Mutual fund factbook 2004*. A guide to trends and statistics in the mutual fund industry [online]. 2005-01-31 [cit. 2009-02-10, 10:39]. Dostupné na www: <[http://www.ici.org/pdf/1997\\_factbook.pdf](http://www.ici.org/pdf/1997_factbook.pdf)>.
- [27] KOMISE PRO CENNÉ PAPÍRY. *Umění investovat*. Brožura [online]. 2004-12-02 [cit. 2009-03-07, 19:27]. Dostupné na www: <<http://www.akatcr.cz/public/vypisUniversal.do?typZpravy=8>>.
- [28] PŘÍLUČÍKOVÁ, Jana, SVOBODA, Jiří. *Technická analýza interakce komoditních, akciových, dluhopisových a měnových trhů USA ve sledovaných letech 2002-2007*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2008. 21 s. Dostupné na www: <[http://web.fame.utb.cz/cs/docs/Prilucikova\\_Svoboda.pdf](http://web.fame.utb.cz/cs/docs/Prilucikova_Svoboda.pdf)>.
- [29] UNITED NATIONS. *World Economic Situation and Prospects 2009* [online]. 2009 [cit. 2009-03-18, 11:15]. Dostupné na www: <<http://www.un.org/esa/policy/wess/wesp2009files/wesp2009.pdf>>.
- [30] ZAMRAZILOVA, Eva. *Světová finanční krize a její důsledky pro českou ekonomiku*. Prezentace ČNB [online]. 2008-12-02 [cit. 2009-03-03, 20:49]. Dostupné na www: <[http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/Zamrazilova\\_20081202\\_brno.pdf](http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/Zamrazilova_20081202_brno.pdf)>.



**Další elektronické zdroje**

- [31] AKCIE.PENÍZE.CZ. Kurz IV: historie podílových fondů. *Velký kurz investování* [online]. [cit. 2009-02-09, 11:02]. Dostupné na [www: <http://akcie.penize.cz/15930-historie-podilovych-fondu>](http://akcie.penize.cz/15930-historie-podilovych-fondu).
- [32] BLOOMBERG.COM. Soros Says Financial Crisis Marks End of a Free-Market Model [online]. 2009-02-29 [cit. 2009-03-04, 11:09]. Dostupné na [www: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ay0FPxGdth\\_k>](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ay0FPxGdth_k).
- [33] BUFFET, Warren. Buy American. I Am. *The New York Times Articles in Business* [online]. 2008-10-16 [cit. 2009-03-03, 15:47]. Dostupné na [www: <http://www.nytimes.com/2008/10/17/opinion/17buffett.html?dbk>](http://www.nytimes.com/2008/10/17/opinion/17buffett.html?dbk).
- [34] ČNB. Předpisy v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem. *Kapitálový trh* [online] 2008-02-02 [cit. 2009-03-02, 10:22]. Dostupné na [www: <http://www.cnb.cz/cs/legislativa/leg\\_kapitalovy\\_trh/index.html>](http://www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/index.html).
- [35] ČNB. Vždycky, když je průšvih. *Článek z časopisu Euro* [online]. 2008-03-31 [cit. 2009-03-08, 19:00]. Dostupné na [www: <http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2008/cl\\_08\\_080331.html>](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2008/cl_08_080331.html).
- [36] ČT24. Americká ekonomika se dále zhoršila, výhled je špatný. *Článek ČT24* [online]. 2009-03-04 [cit. 2009-03-08, 09:20]. Dostupné na [www: <http://www.ct24.cz/ekonomika/47562-americka-ekonomika-se-dale-zhorsila-vyhled-je-spatny/>](http://www.ct24.cz/ekonomika/47562-americka-ekonomika-se-dale-zhorsila-vyhled-je-spatny/)
- [37] ČT24. Francie nakročila koncem roku překvapivě svižně do recese. *Článek ČT24* [online]. 2009-02-12 [cit. 2009-03-08, 16:50]. Dostupné na [www: <http://www.ct24.cz/ekonomika/45433-nemecko-zaziva-nejvetsi-povalecny-pokles-mirni-ho-uz-druhym-balickem/>](http://www.ct24.cz/ekonomika/45433-nemecko-zaziva-nejvetsi-povalecny-pokles-mirni-ho-uz-druhym-balickem/).
- [38] ČT24. Francouzská centrální banka: Recese by mohla letos skončit. *Článek ČT24* [online]. 2009-02-07 [cit. 2009-03-07, 18:00]. Dostupné na [www: <http://www.ct24.cz/ekonomika/svetova-financi-krize/44874-francouzska-centralni-banka-recese-by-mohla-letos-skoncit/>](http://www.ct24.cz/ekonomika/svetova-financi-krize/44874-francouzska-centralni-banka-recese-by-mohla-letos-skoncit/).

- [39] ČT24. Italská ekonomika padala celý rok. *Článek ČT24* [online]. 2009-03-02 [cit. 2009-03-08, 18:55]. Dostupné na www: <<http://www.ct24.cz/ekonomika/47276-italska-ekonomika-padala-cely-rok/>>.
- [40] ČT24. Japonsko na pomoc ekonomice uvolní i devizové rezervy. *Článek ČT24* [online]. 2009-03-03 [cit. 2009-03-08, 16:55]. Dostupné na www: <<http://www.ct24.cz/ekonomika/47351-japonsko-na-pomoc-ekonomice-uvolni-i-devizove-rezervy/>>.
- [41] ČT24. (Ne)omylné ratingové agentury stále hýbou finančním světem. *Článek ČT24* [online]. 2009-02-23 [cit. 2009-03-08, 19:30]. Dostupné na www: <<http://www.ct24.cz/ekonomika/46556-ne-omylne-ratingove-agentury-stale-hybou-financnim-svetem/>>.
- [42] ČT24. Spolková rada nabídla 50 miliard německé ekonomice. *Článek ČT24* [online]. 2009-02-20 [cit. 2009-03-09, 15:15]. Dostupné na www: <<http://www.ct24.cz/ekonomika/46187-spolkova-rada-nabidla-50-miliard-nemecke-ekonomice/>>.
- [43] ČT24. Šéf měnového fondu: Svět krizi nepřekoná dřív než za dva roky. *Článek ČT24* [online]. 2008-01-21 [cit. 2009-03-07, 10:00]. Dostupné na www: <<http://master.ct24.cz/ekonomika/42351-sef-menoveho-fondu-svet-krizi-neprekona-driv-nez-za-dva-roky/>>.
- [44] ČT24. Švejnar: Růst cen akcií? Zřejmě až za pár let!. *Článek ČT24* [online]. 2008-03-05 [cit. 2009-03-08, 14:00]. Dostupné na www: <<http://www.ct24.cz/ekonomika/47634-rust-cen-akcii-zrejme-az-za-par-let>>.
- [45] ČTK. Experti: Finanční krize končí, nahrazuje ji hospodářská. *Zpráva ČTK* [online]. 2009-01-12 [cit. 2009-03-08, 14:37]. Dostupné na www: <<http://www.sds.cz/rservice.php?akce=tisk&cislocclanku=2009011401>>.
- [46] ČULÍK, Jan. Vysvětlete podstatu finanční krize. *Článek Britské listy* [online]. 2008-10-09 [cit. 2009-03-07, 15:15]. Dostupné na www: <<http://www.blisty.cz/art/43111.html>>.
- [47] DVOŘÁK, V. Dvacet procent za měsíc nebylo v dubnu výjimečné. *Investování IDNES.CZ* [online]. 2003-05-06 [cit. 2009-02-11, 19:12]. Dostupné na www:

- <[http://finance.idnes.cz/dvacet-procent-za-mesic-nebylo-v-dubnu-vyjimecne-fus-inv.asp?c=A030505\\_225432\\_fi\\_osobni\\_dvo](http://finance.idnes.cz/dvacet-procent-za-mesic-nebylo-v-dubnu-vyjimecne-fus-inv.asp?c=A030505_225432_fi_osobni_dvo)>.
- [34] E15. Singapur se propadá do hluboké recese. *Burzy a trhy* [online]. 2009-01-02 [cit. 2009-03-14, 16:55]. Dostupné na www: <<http://www.e15.cz/burzy-trhy/singapur-se-propada-do-hlubokey-recese-68633>>.
- [34] FONDSHOP.CZ. Měření výkonnosti fondu při zohlednění rizika [online]. 2006-01-25 [cit. 2009-03-12, 14:27]. Dostupné na www: <<http://www.penize.cz/17775-mereni-vykonnosti-fondu-pri-zohledneni-rizika>>.
- [35] FOREIGN & COLONIAL INVESTMENT TRUST. History [online]. 2009-01-29 [cit. 2009-01-29, 08:23]. Dostupné na www: <<http://www.foreignandcolonial.com/Default.aspx?id=80368>>.
- [35] HKCR.CZ Rusko hodlá na boj s krizí vynaložit 1,9 bilionu rublů. *Zpravodajství ze světa* [online]. 2009-02-19 [cit. 2009-03-16]. Dostupné na www: <[http://www.hkcr.cz/hk-cr-top-02-sede/podpora-podnikani-v-cr/pomahame-vam-celit-hospodarske-krizi/zpravodajstvi-ze-sveta/art\\_28806/tisk-rusko-hodla-na-boj-s-krizi-vynalozit-1-9-bilionu-rublu.aspx](http://www.hkcr.cz/hk-cr-top-02-sede/podpora-podnikani-v-cr/pomahame-vam-celit-hospodarske-krizi/zpravodajstvi-ze-sveta/art_28806/tisk-rusko-hodla-na-boj-s-krizi-vynalozit-1-9-bilionu-rublu.aspx)>.
- [39] KAIFER, Christian. Kdy skončí krize v USA? *Článek Kurzy.cz* [online]. 2008-12-02 [cit. 2009-03-07, 15:00]. Dostupné na www: <<http://www.kurzy.cz/zpravy/158547-kdy-skonci-krize-v-usa/>>.
- [40] KUČHTA, D. Rating pomůže při výběru, ale dobrou výkonnost nezajistí. *Články IDNES.CZ* [online]. 2007-07-06 [cit. 2009-03-06, 10:27]. Dostupné na www: <[http://finance.idnes.cz/fi\\_blind.asp?c=A070704\\_153515\\_fi\\_osobni\\_dku](http://finance.idnes.cz/fi_blind.asp?c=A070704_153515_fi_osobni_dku)>.
- [41] LAISE, E. Interview with Sir John Templeton. *Sir John Templeton Articles* [online]. 2004-01-04 [cit. 2009-03-08, 18:55]. Dostupné na www: <[http://www.sirjohn templeton.org/articles\\_details.asp?a=4](http://www.sirjohn templeton.org/articles_details.asp?a=4)>.
- [42] LANGMAJER, J. Daňová reforma 2008 a její dopady na investory. *Článek Finančních novin* [online]. 2008-03-06 [cit. 2009-03-08]. Dostupný na www: <<http://ipoint.financninoviny.cz/danova-reforma-2008-a-jeji-dopady-na-investory-dobre-zpravy-analyza-atlantiku.html>>.

- [43] McWHINNEY, J. A Brief History Of The Mutual Fund. *Mutual Funds Articles* [online]. [cit. 2009-02-05, 13:34]. Dostupné na www: <<http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/MFhistory.asp>>.
- [44] MUSIL, J. Švejnár: Krizi jsme podcenili. *Článek ČT24* [online]. 2008-03-02 [cit. 2009-03-07, 14:00]. Dostupné na www: <<http://www.ct24.cz/ekonomika/svetova-financni-krize/47314-svejnar-krizi-jsme-podcenili/>>.
- [45] MUSIL, Jakub. EU zatím neví, jak rozlousknout finanční krizi. *Článek ČT24* [online]. 2009-03-04 [cit. 2009-03-08, 15:37]. Dostupné na www: <<http://www.ct24.cz/ekonomika/47503-eu-zatim-nevi-jak-rozlousknout-financni-krizi/>>.
- [46] MYERS, D. Top 5 All-time Mutual Fund Managers. *Mutual Fund Articles* [online]. 2009-01-29 [cit. 2009-02-06, 12:13]. Dostupné na www: <<http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/08/top-mutual-fund-managers.asp>>.
- [47] PEOPLE'S DAILY ONLINE. Financial crisis has cost Hong Kong 10,000 jobs [online]. 2009-02-16 [cit. 2009-03-14, 17:53]. Dostupné na www: <<http://english.peopledaily.com.cn/90001/90776/90884/6593198/>>.
- [48] RAMPELL, C., HEALY, J. Fed Chairman Says Recession Will Extend Through the Year *The New York Times Articles in Business* [online]. 2009-02-24 [cit. 2009-03-03, 16:00]. Dostupné na www: <<http://www.nytimes.com/2009/02/25/business/economy/25econ.html?scp=1&sq=25econ&st=cse>>.
- [49] RESPEKT.CZ. Představte si: Nedělat proti krizi nic. *Článek z časopisu Respekt* [online]. 2009-02-09 [cit. 2009-03-08, 19:10]. Dostupné na www: <<http://fokus.respekt.cz/Predstavte-si-Nedelat-proti-krizi-nic-3702.html>>.
- [50] SECURITY EXCHANGE COMMISSION. 75th Anniversary of the SEC [online]. 2009-01-25 [cit. 2009-02-09, 09:44]. Dostupné na www: <[http://www.sec.gov/2008annual/SEC\\_2008annual\\_anniversary.htm](http://www.sec.gov/2008annual/SEC_2008annual_anniversary.htm)>.
- [51] STUHLÍK, R. Který fond byl, a který bude nejlepší? *Článek Fondshop.cz* [online]. 2008-12-10 [cit. 2009-03-08, 16:27]. Dostupné na www:

- <<http://www.finexpert.cz/Autori/Ktery-fond-byl-a-ktery-bude-nejlepsi/sc-48-sr-1-a-22530/default.aspx>>.
- [52] ŠALOMONOVÁ, Ivana. Aktivně nebo pasivně spravovaný fond? *Investice* [online]. 2008-12-04 [cit. 2009-03-01]. Dostupný na WWW: <<http://investice.ihned.cz/c1-31009190-pasivne-nebo-aktivne-spravovany-fond>>.
- [53] ŠRÁMEK, Petr. Čína chce letos "magický" 8procentní růst. *Článek ČT24* [online]. 2009-03-05 [cit. 2009-03-08, 09:15]. Dostupné na www: <<http://www.ct24.cz/ekonomika/47599-cina-chce-letos-magicky-8procentni-rust/>>.
- [54] ŠRÁMEK, Petr. Německo zažívá největší poválečný pokles, mírní ho už druhým balíčkem. *Článek ČT24* [online]. 2009-02-043 [cit. 2009-03-08, 15:50]. Dostupné na www: <<http://www.ct24.cz/ekonomika/45409-francie-nakrocila-koncem-roku-prekvapive-svizne-do-recese/>>.
- [55] THE VANGUARD GROUP, INC. Highlights of Vanguard's history. About Vanguard [online]. 2005-01-31 [cit. 2009-02-11, 13:23]. Dostupné na www: <<https://personal.vanguard.com/us/content/Home/WhyVanguard/AboutVanguardWhoWeAreContent.jsp>>.
- [56] URBÁNEK, David. Krize jsou nákupní příležitosti. *Článek časopisu FOND SHOP* [online]. 2008-08-20 [cit. 2009-03-03, 21:09]. Dostupné na www: <[http://www.fondshop.cz/index.asp?page=27&action=krize\\_na\\_trzich](http://www.fondshop.cz/index.asp?page=27&action=krize_na_trzich)>.
- [57] ZÁKON O KOLEKTIVNÍM INVESTOVÁNÍ. Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování [online]. 2009-02-02 [cit. 2009-02-02; 09:58]. Dostupné na www: <<http://www.finance.cz/kapitalovy-trh/zakony/o-kolektivnim-investovani/>>.
- [58] ZELENÝ, Milan. Geneze krize. *Článek Milana Zeleného* [online]. 2009-02-02 [cit. 2009-03-07, 15:38]. Dostupné na www: <<http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/milan-zeleny.php?itemid=5788#more>>.

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

APF	Akciový podílový fond
CCI	Technický indikátor Commodity Channel Index
CRB	Komoditní tržní index
DPF	Dluhopisový podílový fond
FATAMTAPA	Fundamentální, technická, mezitržní technická a psychologická analýza
IPF	Investiční podílový fond
KSPF	Smíšený podílový fond zaměřující se na investice do komodit
MACD	Technický indikátor Moving Average Conv. Diverg.
NSPF	Smíšený podílový fond zaměřující se na investice do nemovitostí
OPF	Otevřený podílový fond
PFPT	Podílový fond peněžního trhu
SPF	Smíšený podílový fond
SPX	Akciový index S&P 500
STO	Technický indikátor Stochastic Oscillator
UPF	Uzavřený podílový fond
USB	Tržní index dluhopisů v USA s durací 30ti let
USD	Americký dolar

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

Obr. 1 Počet a objem nově vznikajících uzavřených PF mezi lety 1928-1929.....	15
Obr. 2 Procentuelní vyjádření celosvětového počtu podílových fondů podle typu. ....	55
Obr. 3 Celosvětový vývoj aktiv podílových fondů ke konci 3Q 2008 v trilionech eur. ....	56
Obr. 4 Rozložení celosvětových aktiv PF ve třetím kvartále 2008.....	56
Obr. 5 Vývoj celosvětových čistých tržeb PF v bilionech eur podle typů fondů.....	57
Obr. 6 Celkový zahraniční dluh v % HPD zemí CEE ve 3Q 2008.....	59
Obr. 7 Procentuelní vyjádření evropského počtu podílových fondů podle domicilu. ....	64
Obr. 8 Evropský vývoj aktiv podílových fondů v bilionech eur.....	65
Obr. 9 Rozložení aktiv PF podle typu v Evropě ke konci roku 2008. ....	65
Obr. 10 Vývoj čistých tržeb PF v Evropě v bilionech eur .....	66
Obr. 11 Dopad snížení autonomních výdajů na meziroční vývoj HDP ČR v roce 2008, zjednodušeně v třísektorové ekonomice.....	68
Obr. 12 Struktura aktiv ve správě 31.12.2008 v ČR.....	69
Obr. 13 Vývoj aktiv podílových fondů na území ČR v mld.Kč .....	69
Obr. 14 Procentuelní rozdělení PF v ČR podle typu v závislosti na VK v roce 2008.....	70
Obr. 15 Tvorba hospodářského výsledku před zdaněním investičních společností a fondů v ČR v mil. Kč .....	70
Obr. 16 Koncentrace trhu fondů kolektivního investování v ČR .....	71
Obr. 17 Možný pozitivní dopad fiskální expanze v podobě zvýšení vládních výdajů na vývoj HDP v ČR.....	73
Obr. 18 Prognóza růstu HDP v USA, UK a Eurozóny. ....	78
Obr. 19 Prognóza HDP v ČR.....	78
Obr. 20 Průměrná meziroční růst peněžních agregátů v USA.....	79
Obr. 21 Roční míra růstu agregátů M1, M2 a M3 v ČR.....	79
Obr. 22 Celková harmonizovaná míra inflace v Evropě (HICP). ....	80
Obr. 23 Prognóza inflace v ČR.....	80
Obr. 24 Prognóza nezaměstnanosti.....	81
Obr. 25 Míra nezaměstnanosti v ČR.....	81
Obr. 26 Sezónně očištěný běžný účet USA v bil. USD. ....	82
Obr. 27 Saldo běžného účtu platební bilance ČR v mil. Kč. ....	82
Obr. 28 Federal Funds Rate. ....	83

Obr. 29 Úrokové sazby finančních trhů a prognóza 3M PRIBOR. ....	84
Obr. 30 Základní úrokové sazby vyhlášené ČNB. ....	84
Obr. 31 Průměrný měsíční vývoj kurzu CZK/EUR a CZK/USD. ....	85
Obr. 32 Prognóza kurzu CZK/EUR. ....	85
Obr. 33 Měsíční durace kontrakce americké ekonomiky ve 20. stol. ....	86
Obr. 34 Hospodářský a akciový cyklus. ....	89
Obr. 35 Sektorová rotace. ....	90
Obr. 36 Taktická alokace aktiv. ....	91
Obr. 37 Index MPF, který sleduje vývoj hodnoty českých PF. ....	92
Obr. 38. Vybraný vzorek PFPT v CZK a roční výkonnost. ....	93
Obr. 39. Výnosové spready korporátních dluhopisů podle ratingu a vybraný vzorek DPF v CZK. ....	95
Obr. 40. Vzorek výkonností APF v CZK. ....	99
Obr. 41. Vzorek výkonností SPF v CZK. ....	100
Obr. 42. Vzorek výkonností NSPF a KSPF v CZK. ....	103
Obr. 43 Graf relativního porovnání indexu S&P 500. ....	104
Obr. 44 Technická analýza S&P 500indexu s MACD, CCI a STO. ....	105
Obr. 45 Technická analýza USB indexu s MACD, CCI a STO. ....	105
Obr. 46 Technická analýza USD indexu s MACD, CCI a STO. ....	106
Obr. 47 Technická analýza CRB indexu s MACD, CCI a STO. ....	107
Obr. 48 Technická analýza zlata. ....	107
Obr. 49 Interakce komoditních a dluhopisových trhů. ....	109
Obr. 50 Interakce měnového a komoditního trhu. ....	110
Obr. 51. Interakce měnového a akciového trhu. ....	111
Obr. 52 Interakce dluhopisového a akciového trhu. ....	112
Obr. 53 Interakce akciových, dluhopisových, komoditních a měnových trhů. ....	113
Obr. 54 Indexy DJI a DJT se musí potvrzovat pro potvrzení trendu. ....	114
Obr. 55 Put/Call Ratio - indikátor sentimentu investorů. ....	116
Obr. 56 Vývoj ISEE indexu. ....	116
Obr. 57 AAI BULL RATIO. ....	117
Obr. 58 IFO Indicator for the World Economic Climate Falls Further. ....	118
Obr. 59 University of Michigan Consumer Sentiment Index. ....	119
Obr. 60 CCI. ....	120



---

Obr. 61 Kontrakt na budoucí dodávku dřeva a stříbra.....	148
Obr. 62 Podílový list Concordia Res Parvae Cresunt v Nizozemí .....	148
Obr. 63 Security Exchange Comission 1934-2009.....	148
Obr. 66 Míra růstu HDP zemí světa v roce 2008.....	156
Obr. 67 Míra růstu HDP zemí světa v roce 2008.....	157
Obr. 68 Míra růstu HDP zemí světa v roce 2008.....	158
Obr. 69 Míra růstu HDP zemí světa v roce 2008.....	159
Obr. 70 Veřejný státní dluh zemí světa v roce 2008.....	160
Obr. 71 Běžný účet zemí světa v roce 2008.....	161
Obr. 72 Běžný účet zemí světa v roce 2008.....	162
Obr. 73 Veřejný dluh v poměru k HDP zemí světa v roce 2008, v procentech.....	163
Obr. 74 Hospodářský cyklus EU27 a ČR v roce 2007 a 2008.....	164
Obr. 75 Vývoj indexu S&P 500 od roku 1962 se zakreslením trendové linie dvojitého vrcholu.....	165
Obr. 76 Vývoj indexu spotřebitelských cen (CPI)v USA.....	166
Obr. 77 Predikce indexu spotřebitelských cen (CPI)v USA .....	166

**SEZNAM TABULEK**

<b>Tab. 1</b> Hodnota aktiv fondů (USA 1929-2000, v mld. USD) .....	18
<b>Tab. 2</b> Celosvětový počet podílových fondů v letech 1998-2003 .....	19
<b>Tab. 3</b> Celosvětový počet podílových fondů v letech 2004-3Q 2008 .....	20
<b>Tab. 4</b> Počet podílových fondů v letech 1995-1998 .....	23
<b>Tab. 5</b> Hodnocení fondů ratingovými agenturami .....	40
<b>Tab. 6</b> Velikost ekonomik v přepočtu na paritu kupní síly v roce 2008 .....	50
<b>Tab. 7</b> Míra růstu HDP EU ve stálých cenách .....	58
<b>Tab. 8</b> Míra růstu HDP v roce 2008 ve stálých cenách 2005 .....	72
<b>Tab. 9</b> Odhady odborníků na konec krize .....	88
<b>Tab. 10</b> Růst cen bytů v krajích ČR .....	102
<b>Tab. 11</b> Výčet tržních indexů a indikátorů využitých při TA a MTA .....	103

**SEZNAM PŘÍLOH**

PŘÍLOHA P I: OBRAZOVÁ PŘÍLOHA K TEORETICKÉ ČÁSTI DP

PŘÍLOHA P II: OBRAZOVÁ PŘÍLOHA K TEORETICKÉ ČÁSTI DP

PŘÍLOHA P III: POČET PODÍLOVÝCH FONDŮ 1960-1996 V USA

PŘÍLOHA P IV: POČET PODÍLOVÝCH FONDŮ 1998-2003 VE SVĚTĚ

PŘÍLOHA P V: POČET PODÍLOVÝCH FONDŮ 2004-3Q2008 VE SVĚTĚ

PŘÍLOHA P VI: KOMUNIKAČNÍ KODEX UNIS

PŘÍLOHA P VII: MÍRA RŮSTU HDP ZEMÍ SVĚTA V ROCE 2008

PŘÍLOHA P VIII: HDP ZEMÍ SVĚTA PO PŘEPOČTU NA PARITU KUPNÍ SÍLY  
V ROCE 2008

PŘÍLOHA P IX: VEŘEJNÝ DLUH ZEMÍ SVĚTA V ROCE 2008

PŘÍLOHA P X: BĚŽNÝ ÚČET ZEMÍ SVĚTA V ROCE 2008

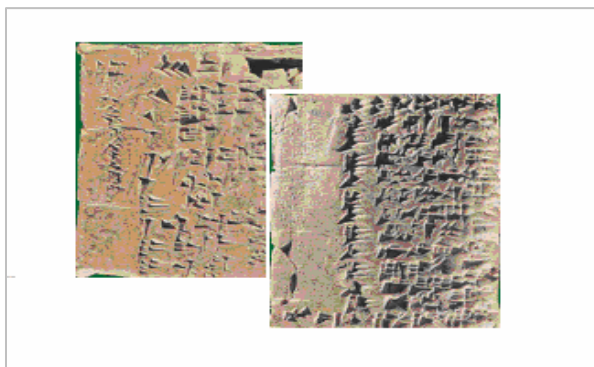
PŘÍLOHA P XI: VEŘEJNÝ STÁTNÍ DLUH ZEMÍ SVĚTA V ROCE 2008

PŘÍLOHA P XII: MAKROANALÝZA EU A ČR

PŘÍLOHA P XIII: VÝVOJ INDEXU S&P 500 OD ROKU 1962

PŘÍLOHA P XIV: VÝVOJ INDEXU A PREDIKCE CPI USA

## PŘÍLOHA PI: OBRAZOVÁ PŘÍLOHA K TEORETICKÉ ČÁSTI DP



Obr. 61 Kontrakt na budoucí dodávku dřeva a stříbra



Obr. 62 Podílový list Concordia Res Parvae Cresunt v Nizozemi<sup>142</sup>



Obr. 63 Security Exchange Comission 1934-2009<sup>143</sup>

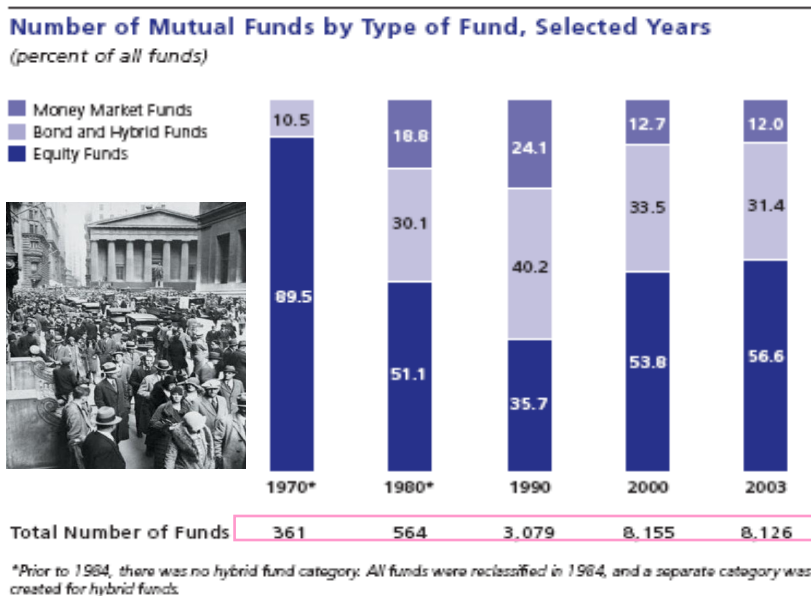
<sup>142</sup> ROUWENHORST, K., G., GOETZMANN, W. *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*. 1. vyd. USA: Oxford University Press, 2005. 416 s. ISBN 978-0-19-517571-4.

<sup>143</sup> SECURITY EXCHANGE COMMISSION. 75th Anniversary of the SEC [online]. 2009-01-25 [cit. 2009-02-09, 09:44]. Dostupné na www: < [http://www.sec.gov/2008annual/SEC\\_2008annual\\_anniversary.htm](http://www.sec.gov/2008annual/SEC_2008annual_anniversary.htm) >.

## PŘÍLOHA P II: OBRAHOVÁ PŘÍLOHA K TEORETICKÉ ČÁSTI DP



Obr. 64 Top 5 legendárních manažerů fondů ve finanční historii



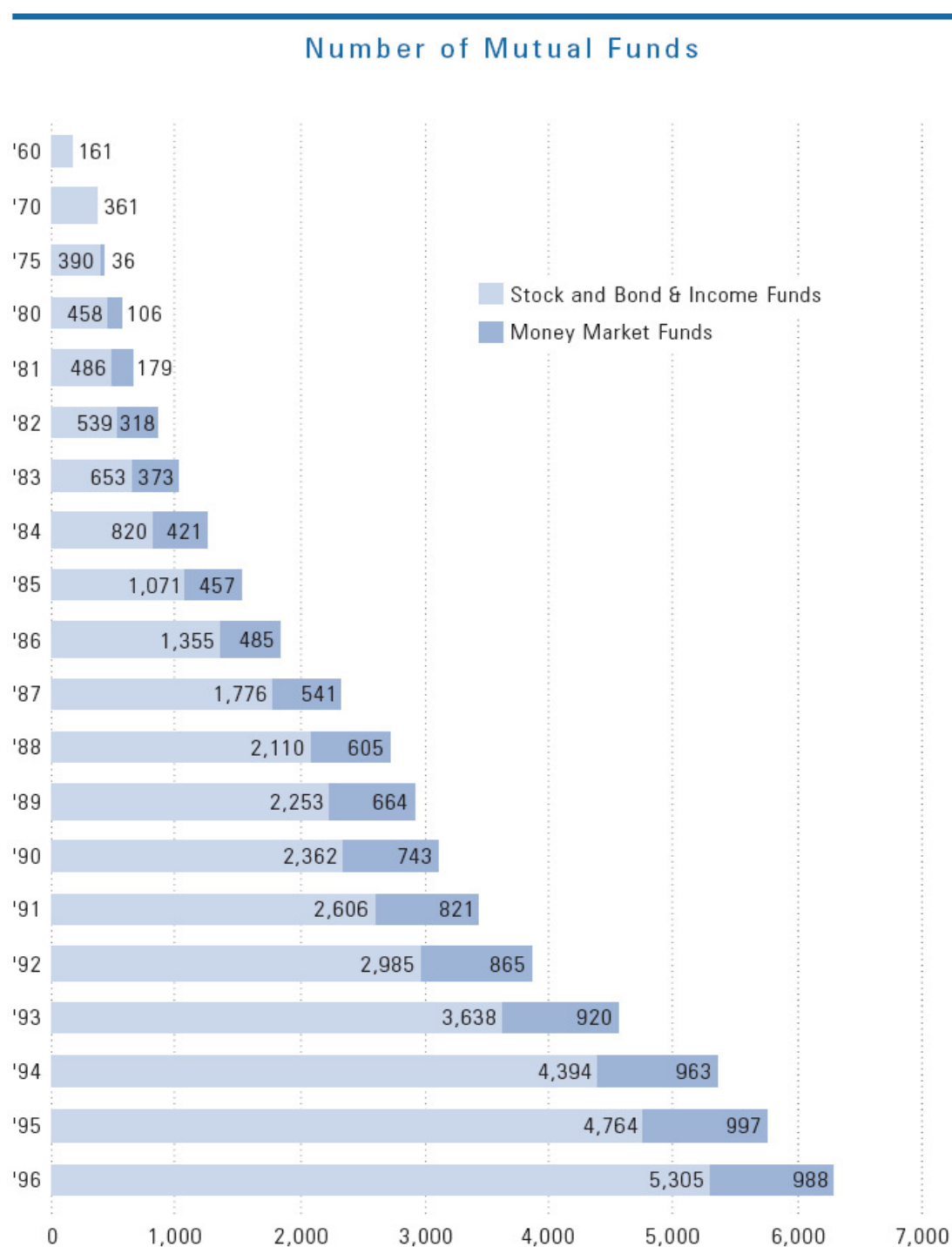
Obr. 65 Počet a procentuelní vyjádření počtu podílových fondů podle typu fondu v USA od 70. let

144

<sup>144</sup> INVESTMENT COMPANY INSTITUTE. Mutual fund factbook 2004. *A guide to trends and statistics in the mutual fund industry* [online]. 2005-01-31 [cit. 2009-02-10, 10:39]. Dostupné na [www: <http://www.ici.org/pdf/2004\\_factbook.pdf>](http://www.ici.org/pdf/2004_factbook.pdf).

## PŘÍLOHA P III POČET PODÍLOVÝCH FONDŮ 1960-1996

V USA<sup>145</sup>



<sup>145</sup> INVESTMENT COMPANY INSTITUTE. Mutual fund factbook 2004. *A guide to trends and statistics in the mutual fund industry* [online str. 4]. 2005-01-31 [cit. 2009-02-10, 10:39]. Dostupné na [www: <http://www.ici.org/pdf/1997\\_factbook.pdf>](http://www.ici.org/pdf/1997_factbook.pdf).

## PŘÍLOHA P IV: POČET PODÍLOVÝCH FONDŮ 1998-2003 VE SVĚTĚ<sup>146</sup>

Worldwide Number of Mutual Funds<sup>1</sup>  
(end of year)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
World	50,835	52,746	51,692	52,849	54,110	54,015
Americas	10,376	11,499	12,676	13,449	13,884	13,921
Argentina	229	224	226	219	211	186
Brazil	1,601	1,760	2,097	2,452	2,755	2,805
Canada	1,130	1,328	1,627	1,831	1,956	1,887
Chile	102	116	144	177	226	414
Costa Rica	N/A	N/A	122	115	128	129
Mexico	N/A	280	305	350	364	374
United States	7,314	7,791	8,155	8,305	8,244	8,126
Europe	20,107	22,095	25,524	26,821	28,972	27,987
Austria	704	693	760	769	808	833
Belgium	631	784	918	1,041	1,141	1,224
Czech Republic	56	62	70	65	76	58
Denmark <sup>2</sup>	226	292	394	451	485	400
Finland	114	176	241	275	312	329
France	6,274	6,511	7,144	7,603	7,773	7,902
Germany	793	895	987	1,077	1,092	1,050
Greece	179	208	265	269	260	265
Hungary	66	87	86	89	90	96
Ireland	851	1,060	1,344	1,640	1,905	1,978
Italy	703	816	967	1,059	1,073	1,012
Liechtenstein	N/A	N/A	N/A	N/A	111	137
Luxembourg	4,524	5,023	6,084	6,619	6,874	6,578
Netherlands	334	348	494	N/A	680	N/A
Norway	264	309	380	400	419	375
Poland	38	62	77	94	107	112
Portugal	189	214	195	202	170	160
Romania	N/A	N/A	16	24	20	21
Russia	28	27	37	51	57	132
Spain	1,866	2,150	2,422	2,524	2,466	2,471
Sweden	366	412	509	507	512	485
Switzerland	325	348	368	313	512	441
Turkey	N/A	N/A	N/A	N/A	242	236
United Kingdom	1,576	1,618	1,766	1,749	1,787	1,692
Asia and Pacific	20,161	18,892	13,158	12,153	10,794	11,641
Australia	569 <sup>a</sup>	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Hong Kong	712	832	976	952	942	963
India	97	155	234	297	312	350
Japan	4,534	3,444	2,793	2,867	2,718	2,617
Korea, Rep. of	13,442	13,606	8,242	7,117	5,873	6,726
New Zealand	633	622	607	588	577	563
Philippines	N/A	15	18	20	21	21
Taiwan	174	218	288	312	351	401
Africa	191	260	334	426	460	466
South Africa	191	260	334	426	460	466

<sup>1</sup>Funds of funds are not included. Data include home-domiciled funds, except for Hong Kong, Korea, and New Zealand, which include home- and foreign-domiciled funds.

<sup>2</sup>Before 2003, data include special funds reserved for Institutional investors.

<sup>a</sup>Data as of 09/30/1998.

N/A=Not available

Note: For more worldwide mutual fund statistics, visit ICI's website at [www.ici.org/stats/mfiarcglo/index.html](http://www.ici.org/stats/mfiarcglo/index.html).

Sources: European Federation of Investment Funds and Companies, Investment Company Institute, and other national mutual fund associations

<sup>146</sup> INVESTMENT COMPANY INSTITUTE. Mutual fund factbook 2004. *A guide to trends and statistics in the mutual fund industry* [online str. 147]. 2005-01-31 [cit. 2009-02-10, 10:39]. Dostupné na [www: <http://www.ici.org/pdf/2004\\_factbook.pdf>](http://www.ici.org/pdf/2004_factbook.pdf).

# PŘÍLOHA P V: POČET PODÍLOVÝCH FONDŮ 2004-3Q2008 VE SVĚTĚ<sup>147</sup>

## NUMBER OF MUTUAL FUNDS<sup>1</sup>

End of period

COUNTRY	2004	2005	2006	2007		2008		
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
<b>World</b>	<b>54,982</b>	<b>56,868</b>	<b>61,855</b>	<b>64,058</b>	<b>66,350</b>	<b>67,220</b>	<b>68,513</b>	<b>69,477</b>
<b>Americas</b>	<b>14,064</b>	<b>13,764</b>	<b>14,475</b>	<b>15,094</b>	<b>15,462</b>	<b>16,028</b>	<b>16,309</b>	<b>16,555</b>
Argentina	186	200	223	241	241	245	244	250
Brazil	2,859	2,685	2,907	3,233	3,381	3,774	3,939	4,178
Canada	1,915	1,695	1,764	1,994	2,038	2,093	2,115	2,138
Chile	537	683	926	1,091	1,260	1,326	1,436	1,427
Costa Rica	115	110	100	97	93	93	88	88
Mexico	411	416	437	413	420	422	409	429
United States	8,041	7,975	8,118	8,025	8,029	8,075	8,078	8,045
<b>Europe</b>	<b>28,764</b>	<b>30,060</b>	<b>33,151</b>	<b>33,639</b>	<b>35,210</b>	<b>35,818</b>	<b>36,118</b>	<b>36,659</b>
Austria	840	881	948	1,028	1,070	1,087	1,070	1,068
Belgium	1,281	1,391	1,549	1,655	1,655	1,708	1,697	1,789
Bulgaria						62	65	73
Czech Republic	53	51	52	63	66	74	74	75
Denmark <sup>2</sup>	423	471	494	508	500	516	507	505
Finland	280	333	376	373	379	381	390	389
France	7,908	7,758	8,092	8,182	8,243	8,352	8,384	8,451
Germany	1,041	1,076	1,199	1,288	1,462	1,509	1,564	1,630
Greece	262	247	247	236	230	229	236	242
Hungary	97	91	161	198	212	228	244	258
Ireland	2,088	2,127	2,531	2,531	2,898	2,902	2,969	3,041
Italy	1,142	1,035	989	943	924	840	753	748
Liechtenstein	171	200	233	334	391	405	423	331
Luxembourg	6,855	7,222	7,919	8,510	8,782	8,984	9,136	9,391
Netherlands		515	473		450	450	481	458
Norway	406	419	524	511	511	522	520	520
Poland	130	150	157	174	188	190	196	201
Portugal	163	169	175	181	180	178	176	179
Romania	19	23	32	36	41	41	53	53
Russia	210	257	358	459	533	571	571	569
Slovakia	40	43	43	51	54	60	60	55
Slovenia			96	102	106	107	110	118
Spain	2,559	2,672	3,235	2,922	2,940	2,958	2,965	2,954
Sweden	461	464	474	486	477	505	495	510
Switzerland	385	510	609	566	567	574	541	579
Turkey	240	275	282	287	294	290	281	302
United Kingdom	1,710	1,680	1,903	2,015	2,057	2,095	2,157	2,170
<b>Asia and Pacific</b>	<b>11,617</b>	<b>12,427</b>	<b>13,479</b>	<b>14,538</b>	<b>14,847</b>	<b>14,530</b>	<b>15,231</b>	<b>15,391</b>
Australia								
China				341	341	349	379	388
Hong Kong	1,013	1,009	1,099	1,120	1,162	579	527	537
India	394	445	468	511	555			
Japan	2,552	2,640	2,753	2,925	2,997	3,116	3,190	3,298
Korea, Rep. of	6,636	7,279	8,030	8,466	8,609	9,318	9,910	9,896
New Zealand	553	563	613	625	623	610	643	679
Pakistan			31	52	64	67	74	78
Philippines	24	32	38	40	40	40	40	41
Taiwan	445	459	447	40	40	451	468	474
<b>Africa</b>	<b>537</b>	<b>617</b>	<b>750</b>	<b>787</b>	<b>831</b>	<b>844</b>	<b>855</b>	<b>872</b>
South Africa	537	617	750	787	831	844	855	872

Source: National mutual fund associations; European Fund and Asset Management Association (EFAMA) provides data for all European countries except Russia.

<sup>1</sup> Funds of funds are not included, except for France, Italy, and Luxembourg. Home-domiciled funds, except for Hong Kong and New Zealand, which include home- and foreign-domiciled funds.

<sup>2</sup> Before 2003, data include special funds reserved to institutional investors.

<sup>147</sup> EFAMA. Trends in the International Fund Industry Q3 2008. *International Statistics* [online]. [cit. 2009-02-12, 09:22]. Dostupné na www: < [http://www.efama.org/images/stories/q3\\_2008\\_supplementary\\_tables\\_s1-s7.pdf](http://www.efama.org/images/stories/q3_2008_supplementary_tables_s1-s7.pdf) >.



# PŘÍLOHA P VI: KOMUNIKAČNÍ KODEX UNIS

*Unie investičních společností České republiky*

## **Komunikační kodex prezentace a srovnávání výkonnosti otevřených podílových fondů (dále jen "Kodex")**

### **Úvod**

- A. Publicita o otevřených podílových fondech (dále jen "fondy") a zvláště pak srovnávání jejich výkonnosti jakož i jejich klasifikace významně ovlivňují obchodní prostředí v odvětví kolektivního investování. UNIS ČR proto vyzývá všechny účastníky trhu, aby se porovnání a klasifikace účastnili všemi svými produkty poctivě a pro tyto účely poskytovali pravidelně objektivní data.
- B. S vědomím nutnosti dodržovat normy korektní komunikace a následné publicity vyzývá UNIS ČR všechny správce majetku a účastníky trhu, aby:
  1. se zavázali k podpoře úsilí UNIS ČR neustále posilovat jednoznačnost hodnocení výkonnosti fondů,
  2. se zavázali k podpoře užívání jednotné metodiky klasifikace fondů přijaté členy UNIS ČR, která je plně v souladu s metodikou klasifikace Evropské federace investičních fondů a společností (FEFSI),
  3. se zavázali k dodržování pravidel obsažených v Kodexu,
  4. Současně UNIS ČR apeluje na agentury zabývající se hodnocením výkonnosti otevřených podílových fondů, média a další subjekty komunikačního procesu, aby při své činnosti respektovaly níže uvedená pravidla.

### **Ustanovení**

#### **I. Povinnosti správce\* fondů**

1. Každá prezentace výkonnosti fondu v reklamě, inzerci nebo propagačních materiálech musí být doplněna poznámkou informující veřejnost o tom, že "Předchozí výkonnost fondu nezaručuje stejnou výkonnost v budoucím období. Hodnota investice a příjem z ní může stoupat i klesat, a není zaručena plná návratnost původně investované částky."
2. Při prezentaci výkonnosti fondu v reklamě, inzerci nebo propagačních materiálech musí být uváděno informační minimum, tj. údaj o průměrné roční výkonnosti za období, jehož délka není kratší než odpovídající investiční horizont fondu. Povinný je však údaj o průměrné roční výkonnosti pro akciový fond za 5 let, pro balancovaný fond za 3 roky, pro obligační fond za 2 roky a pro fond peněžního trhu údaj o absolutní výkonnosti za 6 měsíců. Nejsou-li uvedené

údaje k dispozici, uvádí se údaj o výkonnosti od založení fondu. Pokud je historie fondu kratší než pětiletá, musí být jasně uvedeno, jak dlouho fond působí.

3. Výkonnost udávaná za určité období musí být vypočtena na základě odpovídajících a aktuálních dat. Musí být zřetelně uvedeno datum posledního výpočtu vlastního jmění.
4. Výkonnost za období kratší než jeden rok není dovoleno anualizovat, tj. přepočítávat na roční období. Minulou výkonnost fondu není dovoleno extrapolovat a brát jako základ pro výpočet budoucí výkonnosti fondu. Fondy peněžního trhu mohou výkonnost za období kratší než jeden rok anualizovat s tím, že musí být současně uvedena výkonnost absolutní i anualizovaná.
5. Výkonnost jediného nebo vybraných fondů nesmí být selektivně a zavádějícím způsobem použita k prezentaci jiných produktů nebo celé skupiny fondů dané společnosti. Je-li ve sdělení udávána výkonnost a jsou-li v témž sdělení uváděny i produkty, pak musí být veřejnost jasně a srozumitelně informována o výkonnosti jednotlivých produktů.
6. Správce se zavazuje, že jím zveřejňovaná klasifikace fondu v jeho správě odpovídá investiční politice příslušného fondu, a rovněž se zavazuje, že fond bude ve všech vydávaných informacích správně označen.
7. Pokud správce uvádí v komunikaci o fondu, který spravuje, jakékoliv hodnocení nebo ocenění, jež může nabýt charakteru obchodního doporučení, pak je povinen uvést zdroj a datum tohoto hodnocení nebo ocenění.

## **II. Doporučení správcům\* fondů**

8. Správce by měl poskytovat dostatečné informace o stupni rizika spojeného s investicí do fondu. Z tohoto důvodu by měl při prezentaci fondu uvádět také roční výnosy za každý z posledních pěti let. Správce by měl zveřejnit nebo na vyžádání zpřístupnit schéma rozložení aktiv a stav angažovanosti na významných trzích, a to za obchodní roky, jejichž výnos prezentuje. Rozsah těchto informací by měl odpovídat minimálně rozsahu informační povinnosti stanovené zákonem, dalšími právními předpisy a dokumenty závaznými pro členy UNIS ČR.
9. Každému fondu by měl správce přiřadit odpovídající benchmark (základ hodnocení výkonnosti fondu). Jeho uvedení musí být vždy doplněno údajem o periodicitě nebo datu poslední změny.
10. Správce by měl zpřístupnit informace o činnosti a výkonnosti fondu všem agenturám, které se zabývají jejich srovnáváním. Rozsah těchto informací by měl odpovídat minimálně rozsahu a informační povinnosti stanovené zákonem, dalšími právními předpisy a dokumenty závaznými pro členy UNIS ČR.

### **III. Doporučení pro subjekty zabývající se hodnocením výkonnosti fondů**

11. V zájmu investorů a v zájmu rozvíjení kvality obchodního prostředí odvětví doporučuje UNIS ČR všem subjektům, které participují na komunikaci (hodnocení a klasifikaci) o fondech, dodržovat níže uvedené metody a postupy:
  - a) ověřovat výkonnostní údaje s údaji zveřejňovanými UNIS ČR a přístupnými na stránkách internetu na adrese [www.uniscr.cz](http://www.uniscr.cz).
  - b) klasifikovat jednotlivé fondy podle metodiky UNIS ČR.
  - c) konzultovat hodnocení výkonnosti s UNIS ČR (s manažerem pro komunikaci) v případě, že správce rozhodl o změně investiční politiky a nebo došlo ke sloučení či splynutí fondů.
12. Provádět hodnocení výkonnosti fondu výhradně v rámci kategorie, tj. srovnávat pouze stejně kategorizované fondy.
13. V hodnocení užívat dostatečného počtu fondů, aby byl vždy pro účely hodnocení ustaven dostatečně objektivní referenční rámec.
14. Publicita výsledků by měla obsahovat informace o metodě srovnávání a jiných významných skutečnostech, aby je investoři mohli lépe interpretovat.
15. Publicita o fondech určená široké investorské veřejnosti a šířená prostřednictvím veřejně přístupných médií by měla být srozumitelná tak, aby nediskriminovala investory z profesních a sociálních skupin, které jsou odlehlé předmětu činnosti fondů a investování jako takovému.

### **IV. Závěrečná ustanovení**

16. Kodex se vztahuje na otevřené podílové fondy. Body Kodexu týkající se minulosti příslušného fondu se vztahují k období od zahájení činnosti příslušného fondu. Datem zahájení činnosti u fondu vzniklého přeměnou investičního fondu nebo uzavřeného podílového fondu se rozumí datum jeho přeměny na otevřený podílový fond .
17. Členové UNIS ČR jsou povinni splňovat ustanovení I. Povinnosti správce fondů a část IV. Závěrečná ustanovení od 1. ledna 2000. Přejícné období pro používání dříve vydaných propagačních materiálů je do 30. 6. 2000.

\*správcem se rozumí obhospodařovatel dle zákona

## PŘÍLOHA P VII: MÍRA RŮSTU HDP ZEMÍ SVĚTA V ROCE 2008

2008 GDP - real growth rate %					
1	Azerbaijan	15,6	51	Vietnam	6,3
2	Angola	15,1	52	Congo, Dem	6,2
3	Macau	15,0	53	Zambia	6,2
4	Qatar	11,8	54	Nigeria	6,2
5	Equatorial Guinea	11,5	55	Niue	6,2
6	Anguilla	10,2	56	Albania	6,0
7	Congo, Republic of tl	10,2	57	Sierra Leone	6,0
8	Solomon Islands	10,0	58	Rwanda	6,0
9	Mongolia	9,9	59	Russia	6,0
10	China	9,8	60	Kyrgyzstan	6,0
11	Iraq	9,8	61	Djibouti	6,0
12	Armenia	9,4	62	Sri Lanka	6,0
13	Liberia	9,4	63	Burundi	6,0
14	Peru	9,2	64	Bulgaria	6,0
15	United Arab Emirates	8,5	65	Bangladesh	5,9
16	Ethiopia	8,5	66	Lesotho	5,9
17	Uruguay	8,5	67	Indonesia	5,9
18	Panama	8,3	68	Mauritius	5,8
19	Uzbekistan	8,3	69	Venezuela	5,7
20	Belarus	8,1	70	Serbia	5,6
21	Kuwait	8,1	71	Bosnia and t	5,5
22	Romania	8,0	72	Sao Tome an	5,5
23	Bhutan	7,8	73	Palau	5,5
24	Afghanistan	7,5	74	Malaysia	5,5
25	Montenegro	7,5	75	Dominican R	5,5
26	Turkmenistan	7,5	76	Suriname	5,4
27	India	7,3	77	Cuba	5,3
28	Moldova	7,3	78	Morocco	5,3
29	Libya	7,3	79	Sudan	5,3
30	Tanzania	7,1	80	Poland	5,3
31	Bahrain	7,0	81	Botswana	5,2
32	Cape Verde	7,0	82	Brazil	5,2
33	Egypt	7,0	83	Isle of Man	5,2
34	Gibraltar	7,0	84	Kosovo	5,1
35	Malawi	7,0	85	Burkina Fasc	5,1
36	Madagascar	7,0	86	Lithuania	5,1
37	Lebanon	7,0	87	Benin	5,0
38	Mozambique	6,9	88	Saint Vincen	5,0
39	Cambodia	6,8	89	Kazakhstan	5,0
40	Georgia	6,7	90	Turks and Cz	4,9
41	Oman	6,7	91	Bolivia	4,8
42	Argentina	6,6	92	Senegal	4,8
43	Laos	6,5	93	Croatia	4,8
44	Maldives	6,5	94	Macedonia	4,8
45	Vanuatu	6,5	95	Paraguay	4,7
46	Iran	6,4	96	Pakistan	4,7
47	Slovakia	6,4	97	Tunisia	4,7
48	Uganda	6,4	98	Bermuda	4,6
49	Ghana	6,3	99	Philippines	4,6
50	Papua New Guinea	6,3	100	Gambia, The	4,5
			101	Gabon	4,5
			102	Jordan	4,5
			103	Turkey	4,5
			104	Tajikistan	4,5
			105	Slovenia	4,5
			106	Niger	4,5
			107	San Marino	4,3
			108	Israel	4,2
			109	Seychelles	4,2
			110	Saudi Arabia	4,2
			111	Kenya	4,1
			112	Chile	4,0
			113	Nepal	4,0
			114	Mauritania	4,0
			115	Mali	4,0
			116	Cameroon	4,0
			117	Central Afric:	4,0
			118	Czech Reput	3,9
			119	Namibia	3,9
			120	Guinea-Biss:	3,9
			121	Guatemala	3,9
			122	World	3,8
			123	Grenada	3,7
			124	Kiribati	3,7
			125	South Africa	3,7
			126	Cyprus	3,6
			127	Thailand	3,6
			128	Luxembourg	3,6
			129	Colombia	3,5
			130	Trinidad and	3,5
			131	Saint Kitts ar	3,5
			132	Algeria	3,4
			133	Ecuador	3,4
			134	Costa Rica	3,4
			135	El Salvador	3,2
			136	Yemen	3,2
			137	Togo	3,2
			138	Guyana	3,2
			139	Liechtensteir	3,1
			140	Samoa	3,1
			141	Guernsey	3,0
			142	Malta	3,0
			143	Tuvalu	3,0
			144	Barbados	2,8
			145	Bahamas, Th	2,8
			146	Norway	2,8
			147	Hong Kong	2,8
			148	Greece	2,8
			149	French Polyr	2,7
			150	Dominica	2,6
			151	Somalia	2,6
			152	Australia	2,5
			153	Cote d'Ivoire	2,5
			154	Korea, South	2,5
			155	Timor-Leste	2,5
			156	Aruba	2,4
			157	Faroe Island:	2,4
			158	Syria	2,4
			159	Belize	2,4
			160	Haiti	2,3
			161	Saint Lucia	2,3
			162	Honduras	2,3
			163	Antigua and	2,1
			164	Netherlands	2,1
			165	Ukraine	2,1
			166	Andorra	2,0
			167	Swaziland	2,0
			168	Virgin Island	2,0
			169	Nicaragua	2,0
			170	Mexico	2,0
			171	Iceland	2,0
			172	Greenland	2,0
			173	Eritrea	2,0
			174	Switzerland	1,9
			175	Taiwan	1,9
			176	Guinea	1,8
			177	Chad	1,7
			178	Germany	1,5
			179	Finland	1,5
			180	Austria	1,4
			181	United State:	1,4
			182	European Ur	1,4
			183	Belgium	1,3
			184	Spain	1,3
			185	Singapore	1,2
			186	United Kingd	1,1
			187	Comoros	1,0
			188	Netherlands	1,0
			189	British Virgir	1,0
			190	Burma	1,0
			191	Sweden	1,0
			192	Portugal	0,9
			193	Monaco	0,9
			194	Cayman Islar	0,9
			195	Gaza Strip	0,8
			196	Jamaica	0,8
			197	West Bank	0,8
			198	Canada	0,7
			199	Japan	0,7
			200	France	0,7
			201	New Zealand	0,6
			202	Brunei	0,4
			203	Denmark	0,3
			204	Micronesia, I	0,3
			205	Cook Islands	0,1
			206	Italy	0,0
			207	Marshall Isla	-0,3
			208	Ireland	-0,7
			209	Montserrat	-1,0
			210	Korea, North	-1,1
			211	Hungary	-1,5
			212	Puerto Rico	-2,0
			213	Estonia	-3,0
			214	Tonga	-3,5
			215	Latvia	-5,0
			216	Zimbabwe	-6,2
			217	Fiji	-6,6

Obr. 66 Míra růstu HDP zemí světa v roce 2008<sup>148</sup>

<sup>148</sup> CIA. GDP real growth rate 2008. *The World Factbook* 2008 [online]. 2008 [cit. 2009-03-14, 14:34]. Dostupné na [www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2079rank.html](http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2079rank.html).

## PŘÍLOHA P VIII: HDP ZEMÍ SVĚTA PO PŘEPOČTU NA PARITU KUPNÍ SÍLY V ROCE 2008

GDP (purchasing power parity) 2008			
1	<b>World</b>	\$ 70,650,000,000,000	
2	<b>European Union</b>	\$ 14,960,000,000,000	51 Bangladesh
3	<b>United States</b>	\$ 14,580,000,000,000	52 Denmark
4	<b>China</b>	\$ 7,800,000,000,000	53 Hungary
5	<b>Japan</b>	\$ 4,487,000,000,000	54 Israel
6	<b>India</b>	\$ 3,319,000,000,000	55 Finland
7	<b>Germany</b>	\$ 2,863,000,000,000	56 Ireland
8	<b>United Kingdom</b>	\$ 2,281,000,000,000	57 United Arab Emirates
9	<b>Russia</b>	\$ 2,225,000,000,000	58 Kazakhstan
10	<b>France</b>	\$ 2,097,000,000,000	59 Kuwait
11	<b>Brazil</b>	\$ 2,030,000,000,000	60 Cuba
12	<b>Italy</b>	\$ 1,801,000,000,000	61 Morocco
13	<b>Mexico</b>	\$ 1,578,000,000,000	62 Slovakia
14	<b>Spain</b>	\$ 1,378,000,000,000	63 New Zealand
15	<b>Canada</b>	\$ 1,336,000,000,000	64 Belarus
16	<b>Korea, South</b>	\$ 1,278,000,000,000	65 Angola
17	<b>Indonesia</b>	\$ 932,100,000,000	66 Iraq
18	<b>Turkey</b>	\$ 930,900,000,000	67 Ecuador
19	<b>Iran</b>	\$ 859,700,000,000	68 Syria
20	<b>Australia</b>	\$ 824,900,000,000	69 Bulgaria
21	<b>Taiwan</b>	\$ 738,800,000,000	70 Sri Lanka
22	<b>Netherlands</b>	\$ 687,500,000,000	71 Libya
23	<b>Poland</b>	\$ 684,500,000,000	72 Sudan
24	<b>Saudi Arabia</b>	\$ 600,400,000,000	73 Tunisia
25	<b>Argentina</b>	\$ 585,000,000,000	74 Dominican Republic
26	<b>Thailand</b>	\$ 570,100,000,000	75 Qatar
27	<b>South Africa</b>	\$ 506,100,000,000	76 Serbia
28	<b>Pakistan</b>	\$ 454,200,000,000	77 Azerbaijan
29	<b>Egypt</b>	\$ 452,500,000,000	78 Puerto Rico
30	<b>Colombia</b>	\$ 407,200,000,000	79 Croatia
31	<b>Belgium</b>	\$ 398,700,000,000	80 Uzbekistan
32	<b>Malaysia</b>	\$ 397,500,000,000	81 Guatemala
33	<b>Venezuela</b>	\$ 368,600,000,000	82 Oman
34	<b>Ukraine</b>	\$ 359,900,000,000	83 Kenya
35	<b>Sweden</b>	\$ 358,400,000,000	84 Lithuania
36	<b>Greece</b>	\$ 351,300,000,000	85 Ethiopia
37	<b>Nigeria</b>	\$ 328,100,000,000	86 Slovenia
38	<b>Philippines</b>	\$ 327,200,000,000	87 Yemen
39	<b>Austria</b>	\$ 325,000,000,000	88 Burma
40	<b>Hong Kong</b>	\$ 318,200,000,000	89 Tanzania
41	<b>Switzerland</b>	\$ 309,900,000,000	90 Costa Rica
42	<b>Romania</b>	\$ 278,400,000,000	91 El Salvador
43	<b>Czech Republic</b>	\$ 273,700,000,000	92 Lebanon
44	<b>Norway</b>	\$ 267,000,000,000	93 Cameroon
45	<b>Chile</b>	\$ 252,900,000,000	94 Bolivia
46	<b>Vietnam</b>	\$ 246,600,000,000	95 Uruguay
47	<b>Portugal</b>	\$ 245,000,000,000	96 Latvia
48	<b>Algeria</b>	\$ 240,200,000,000	97 Luxembourg
49	<b>Singapore</b>	\$ 240,000,000,000	98 Korea, North
50	<b>Peru</b>	\$ 238,900,000,000	99 Panama
			100 Ghana

*Obr. 67 Míra růstu HDP zemí světa v roce 2008<sup>149</sup>*

<sup>149</sup> CIA. GDP (purchasing power parity) 2008. *The World Factbook* 2008 [online]. 2008 [cit. 2009-03-19, 14:34]. Dostupné na [www: <http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2001rank.html>](http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2001rank.html).

## GDP (purchasing power parity) 2008

101 Uganda	\$ 34,230,000,000	151 Niger	\$ 9,657,000,000	201 Vanuatu	\$ 1,010,000,000
102 Cote d'Ivoire	\$ 33,780,000,000	152 Bahamas, The	\$ 9,189,000,000	202 Faroe Islands	\$ 1,000,000,000
103 Jordan	\$ 31,010,000,000	153 Rwanda	\$ 8,909,000,000	203 Monaco	\$ 976,300,000
104 Nepal	\$ 30,840,000,000	154 Montenegro	\$ 7,160,000,000	204 Mayotte	\$ 953,600,000
105 Bosnia and Herzegovina	\$ 30,490,000,000	155 Mauritania	\$ 6,492,000,000	205 Guinea-Bissau	\$ 904,400,000
106 Turkmenistan	\$ 30,190,000,000	156 Somalia	\$ 5,756,000,000	206 Northern Mariana Islands	\$ 900,000,000
107 Cambodia	\$ 29,240,000,000	157 Swaziland	\$ 5,708,000,000	207 British Virgin Islands	\$ 853,400,000
108 Botswana	\$ 29,170,000,000	158 Barbados	\$ 5,695,000,000	208 Saint Kitts and Nevis	\$ 797,500,000
109 Paraguay	\$ 29,110,000,000	159 Togo	\$ 5,428,000,000	209 Comoros	\$ 778,600,000
110 Estonia	\$ 28,600,000,000	160 Jersey	\$ 5,100,000,000	210 Dominica	\$ 688,700,000
111 Honduras	\$ 28,480,000,000	161 Kosovo	\$ 5,000,000,000	211 American Samoa	\$ 575,300,000
112 Bahrain	\$ 26,750,000,000	162 French Polynesia	\$ 4,718,000,000	212 Tonga	\$ 521,500,000
113 Afghanistan	\$ 26,290,000,000	163 Bermuda	\$ 4,500,000,000	213 Kiribati	\$ 412,500,000
114 Trinidad and Tobago	\$ 24,190,000,000	164 Sierra Leone	\$ 4,418,000,000	214 Sao Tome and Principe	\$ 278,400,000
115 Cyprus	\$ 23,120,000,000	165 Suriname	\$ 4,240,000,000	215 Micronesia, Federated States of	\$ 238,100,000
116 Albania	\$ 23,070,000,000	166 Liechtenstein	\$ 4,160,000,000	216 Turks and Caicos Islands	\$ 216,000,000
117 Senegal	\$ 22,980,000,000	167 Eritrea	\$ 3,965,000,000	217 Cook Islands	\$ 183,200,000
118 Georgia	\$ 22,930,000,000	168 Andorra	\$ 3,660,000,000	218 Palau	\$ 164,000,000
119 Gabon	\$ 22,160,000,000	169 Fiji	\$ 3,431,000,000	219 Marshall Islands	\$ 133,500,000
120 Madagascar	\$ 21,620,000,000	170 Lesotho	\$ 3,384,000,000	220 Anguilla	\$ 108,900,000
121 Jamaica	\$ 21,570,000,000	171 Bhutan	\$ 3,294,000,000	221 Falkland Islands (Islas Malvinas)	\$ 105,100,000
122 Congo, Democratic Republic of the	\$ 21,080,000,000	172 Central African Republic	\$ 3,262,000,000	222 Nauru	\$ 60,000,000
123 Brunei	\$ 20,650,000,000	173 Burundi	\$ 3,215,000,000	223 Wallis and Futuna	\$ 60,000,000
124 Mozambique	\$ 19,680,000,000	174 New Caledonia	\$ 3,158,000,000	224 Saint Pierre and Miquelon	\$ 48,300,000
125 Armenia	\$ 19,600,000,000	175 Guyana	\$ 3,082,000,000	225 Montserrat	\$ 29,000,000
126 Burkina Faso	\$ 19,340,000,000	176 Netherlands Antilles	\$ 2,800,000,000	226 Saint Helena	\$ 18,000,000
127 Macedonia	\$ 18,970,000,000	177 Timor-Leste	\$ 2,760,000,000	227 Tuvalu	\$ 14,940,000
128 Equatorial Guinea	\$ 18,620,000,000	178 Guernsey	\$ 2,742,000,000	228 Niue	\$ 7,600,000
129 Macau	\$ 18,140,000,000	179 Isle of Man	\$ 2,719,000,000	229 Tokelau	\$ 1,500,000
130 Zambia	\$ 17,830,000,000	180 Belize	\$ 2,574,000,000		
131 Nicaragua	\$ 17,370,000,000	181 Guam	\$ 2,500,000,000		
132 Chad	\$ 16,190,000,000	182 Zimbabwe	\$ 2,292,000,000		
133 Mauritius	\$ 15,750,000,000	183 Aruba	\$ 2,258,000,000		
134 Mali	\$ 14,980,000,000	184 Gambia, The	\$ 2,044,000,000		
135 Congo, Republic of the	\$ 14,790,000,000	185 Cayman Islands	\$ 1,939,000,000		
136 Laos	\$ 14,220,000,000	186 Djibouti	\$ 1,930,000,000		
137 Papua New Guinea	\$ 13,360,000,000	187 Cape Verde	\$ 1,808,000,000		
138 Benin	\$ 13,150,000,000	188 Saint Lucia	\$ 1,800,000,000		
139 Tajikistan	\$ 13,040,000,000	189 Maldives	\$ 1,746,000,000		
140 Iceland	\$ 12,970,000,000	190 Liberia	\$ 1,741,000,000		
141 Haiti	\$ 12,150,000,000	191 San Marino	\$ 1,662,000,000		
142 Gaza Strip	\$ 11,950,000,000	192 Antigua and Barbuda	\$ 1,615,000,000		
143 West Bank	\$ 11,950,000,000	193 Virgin Islands	\$ 1,577,000,000		
144 Malawi	\$ 11,820,000,000	194 Seychelles	\$ 1,537,000,000		
145 Kyrgyzstan	\$ 11,660,000,000	195 Grenada	\$ 1,225,000,000		
146 Namibia	\$ 11,590,000,000	196 Solomon Islands	\$ 1,126,000,000		
147 Guinea	\$ 11,070,000,000	197 Greenland	\$ 1,100,000,000		
148 Moldova	\$ 10,760,000,000	198 Saint Vincent and the Grenadines	\$ 1,089,000,000		
149 Malta	\$ 9,801,000,000	199 Samoa	\$ 1,082,000,000		
150 Mongolia	\$ 9,792,000,000	200 Gibraltar	\$ 1,066,000,000		

Obr. 68 Míra růstu HDP zemí světa v roce 2008<sup>150</sup>

<sup>150</sup> CIA. GDP (purchasing power parity) 2008. *The World Factbook* 2008 [online]. 2008 [cit. 2009-03-19, 14:34]. Dostupné na [www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2001rank.html](http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2001rank.html).

# PŘÍLOHA P IX: VEŘEJNÝ STÁTNÍ DLUH ZEMÍ SVĚTA V ROCE 2008

Veřejný státní dluh zemí světa v amerických dolarech v amerických dolarech							
1	<b>World</b>	<b>\$ 54,610,000,000,000</b>	31 December 2008 est.	51	Venezuela	\$ 47,990,000,000	31 December 2008 e
2	<b>United States</b>	\$ 12,250,000,000,000	30 June 2007	52	Latvia	\$ 43,900,000,000	31 December 2008 e
3	<b>United Kingdom</b>	\$ 10,450,000,000,000	30 June 2007	53	Pakistan	\$ 43,230,000,000	31 December 2008 e
4	France	\$ 5,370,000,000,000	30 September 2008	54	Colombia	\$ 41,680,000,000	31 December 2008 e
5	Germany	\$ 4,489,000,000,000	30 June 2007	55	Slovenia	\$ 40,420,000,000	30 June 2007
6	Spain	\$ 2,478,000,000,000	30 September 2008 est.	56	Iraq	\$ 40,400,000,000	31 December 2008 e
7	Netherlands	\$ 2,277,000,000,000	30 June 2007	57	South Africa	\$ 39,690,000,000	31 December 2008 e
8	Ireland	\$ 1,841,000,000,000	30 June 2007	58	Kuwait	\$ 38,820,000,000	31 December 2008 e
9	Japan	\$ 1,492,000,000,000	30 June 2007	59	Lithuania	<b>\$ 35,460,000,000</b>	31 December 2008 e
10	Switzerland	\$ 1,340,000,000,000	30 June 2007	60	Peru	\$ 35,460,000,000	31 December 2008 e
11	Belgium	\$ 1,313,000,000,000	30 June 2007	61	Sudan	\$ 30,480,000,000	31 December 2008 e
12	Italy	\$ 1,060,000,000,000	31 December 2008 est.	62	Estonia	\$ 29,500,000,000	31 December 2008 e
13	Australia	\$ 1,032,000,000,000	31 December 2008 est.	63	Cyprus	\$ 28,840,000,000	31 December 2008 e
14	Canada	\$ 758,600,000,000	30 June 2007	64	Egypt	\$ 28,840,000,000	31 December 2008 e
15	Austria	\$ 752,500,000,000	30 June 2007	65	Serbia	\$ 26,240,000,000	2007 est.
16	Sweden	\$ 598,200,000,000	30 June 2006	66	Singapore	\$ 25,540,000,000	31 December 2008 e
17	Russia	\$ 527,100,000,000	June 2008 est.	67	Vietnam	\$ 23,720,000,000	31 December 2008 e
18	Denmark	\$ 492,600,000,000	30 June 2007	68	Iran	\$ 21,770,000,000	31 December 2008 e
19	Norway	\$ 469,100,000,000	30 June 2007	69	Bangladesh	\$ 21,720,000,000	31 December 2008 e
20	Portugal	\$ 461,200,000,000	31 December 2007	70	Lebanon	\$ 21,200,000,000	31 December 2008
21	China	\$ 420,800,000,000	31 December 2008 est.	71	Morocco	\$ 21,110,000,000	31 December 2008 e
22	Korea, South	\$ 380,500,000,000	31 December 2008	72	Tunisia	\$ 19,330,000,000	31 December 2008 e
23	Turkey	\$ 294,300,000,000	31 December 2008 est.	73	Cuba	\$ 18,250,000,000	31 December 2008 e
24	Finland	\$ 271,200,000,000	30 June 2007	74	Monaco	\$ 18,000,000,000	2000 est.
25	Brazil	\$ 236,600,000,000	31 December 2008 est.	75	Ecuador	\$ 16,960,000,000	31 December 2008 e
26	Poland	\$ 227,500,000,000	31 December 2008 est.	76	Cote d'Ivoire	\$ 14,460,000,000	31 December 2008 e
27	Mexico	\$ 181,200,000,000	31 December 2008 est.	77	Sri Lanka	\$ 12,990,000,000	31 December 2008 e
28	India	\$ 163,800,000,000	31 December 2008 est.	78	Korea, North	\$ 12,500,000,000	2001 est.
29	Hungary	\$ 144,200,000,000	31 December 2008 est.	79	Dominican R	\$ 11,700,000,000	31 December 2008 e
30	Indonesia	\$ 143,500,000,000	31 December 2008 est.	80	Uruguay	\$ 11,480,000,000	31 December 2008 e
31	Argentina	\$ 135,500,000,000	31 December 2008 est.	81	Panama	\$ 10,890,000,000	31 December 2008 e
32	Taiwan	\$ 109,600,000,000	31 December 2008	82	Bahrain	\$ 10,570,000,000	31 December 2008 e
33	Kazakhstan	\$ 103,600,000,000	31 December 2008 est.	83	Jamaica	\$ 10,380,000,000	31 December 2008 e
34	Romania	\$ 92,760,000,000	31 December 2008 est.	84	Congo, Dem	\$ 10,000,000,000	2006 est.
35	Greece	\$ 92,190,000,000	31 December 2008 est.	85	El Salvador	\$ 9,422,000,000	31 November 2008 e
36	Israel	\$ 91,250,000,000	31 December 2008 est.	86	Nigeria	\$ 9,132,000,000	31 December 2008 e
37	<b>Czech Republic</b>	\$ 88,740,000,000	31 December 2008 est.	87	Belarus	\$ 9,127,000,000	31 December 2008 e
38	Ukraine	\$ 82,070,000,000	31 December 2008 est.	88	Bosnia and t	\$ 8,353,000,000	31 December 2008 e
39	Hong Kong	\$ 78,840,000,000	31 December 2008 est.	89	Afghanistan	\$ 8,000,000,000	2004
40	United Arab Emira	\$ 73,710,000,000	31 December 2008 est.	90	Angola	\$ 7,907,000,000	31 December 2008 e
41	Thailand	\$ 64,800,000,000	September 2008 est.	91	Costa Rica	\$ 7,401,000,000	31 December 2008 e
42	Chile	\$ 64,570,000,000	31 December 2008 est.	92	Burma	\$ 7,170,000,000	31 December 2008 e
43	Saudi Arabia	\$ 63,200,000,000	31 December 2008 est.	93	Kenya	\$ 6,749,000,000	31 December 2008 e
44	New Zealand	\$ 59,080,000,000	31 December 2008 est.	94	Syria	\$ 6,720,000,000	31 December 2008 e
45	Malaysia	\$ 54,110,000,000	31 December 2008 est.	95	Jordan	\$ 6,597,000,000	31 December 2008 e
46	Bulgaria	\$ 54,010,000,000	30 November 2008	96	Yemen	\$ 6,472,000,000	31 December 2008 e
47	Philippines	\$ 53,480,000,000	31 September 2008 est.	97	Guatemala	\$ 6,337,000,000	31 December 2008 e
48	Croatia	\$ 53,300,000,000	31 December 2008 est.	98	Oman	\$ 6,120,000,000	31 December 2008 e
49	Slovakia	\$ 53,040,000,000	30 September 2008 est.	99	Ghana	\$ 5,697,000,000	31 December 2008 e
50	Qatar	\$ 48,910,000,000	31 December 2008 est.	100	Libya	\$ 5,521,000,000	31 December 2008 e

Obr. 69 Míra růstu HDP zemí světa v roce 2008<sup>151</sup>

<sup>151</sup> CIA. Debt external 2008. *The World Factbook* 2008 [online]. 2008 [cit. 2009-03-14, 14:34]. Dostupné na www: <  
<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2079rank.html>

Veřejný státní dluh zemí světa v amerických dolarech v amerických dolarech

101	Tanzania	\$ 5,311,000,000	31 December	151	Seychelles	\$ 1,161,000,000	31 December 2008 est.
102	Zimbabwe	\$ 5,255,000,000	31 December	152	Central African Republic	\$ 1,153,000,000	2007 est.
103	Congo, Republic of	\$ 5,000,000,000	2000 est.	153	Namibia	\$ 1,151,000,000	31 December 2008 est.
104	Macedonia	\$ 4,624,000,000	31 December	154	Malawi	\$ 974,000,000	31 December 2008 est.
105	Bolivia	\$ 4,603,000,000	31 December	155	Guinea-Bissau	\$ 941,500,000	2000 est.
106	Madagascar	\$ 4,600,000,000	2002	156	Guyana	\$ 804,300,000	30 September 2008
107	Georgia	\$ 4,500,000,000	2007	157	Bhutan	\$ 713,300,000	2006
108	Cambodia	\$ 4,317,000,000	31 December	158	Barbados	\$ 668,000,000	2003
109	Mozambique	\$ 4,316,000,000	31 December	159	Montenegro	\$ 650,000,000	2006
110	Moldova	\$ 4,092,000,000	31 December	160	Gambia, The	\$ 628,800,000	2003 est.
111	Uzbekistan	\$ 4,052,000,000	31 December	161	Lesotho	\$ 628,000,000	31 December 2008 est.
112	Honduras	\$ 3,602,000,000	31 December	162	Swaziland	\$ 548,000,000	31 December 2008 est.
113	Guinea	\$ 3,529,000,000	31 December	163	Suriname	\$ 504,300,000	2005 est.
114	Paraguay	\$ 3,487,000,000	31 December	164	Maldives	\$ 482,000,000	2006 est.
115	Trinidad and Tobago	\$ 3,400,000,000	31 December	165	Aruba	\$ 478,600,000	2005 est.
116	Nicaragua	\$ 3,214,000,000	31 December	166	Djibouti	\$ 428,000,000	2006
117	Liberia	\$ 3,200,000,000	2005 est.	167	Botswana	\$ 395,000,000	31 December 2008 est.
118	Laos	\$ 3,179,000,000	2006	168	Antigua and Barbuda	\$ 359,800,000	June 2006
119	Gabon	\$ 3,173,000,000	31 December	169	Grenada	\$ 347,000,000	2004
120	Ethiopia	\$ 3,158,000,000	31 December	170	Bahamas, The	\$ 342,600,000	2004 est.
121	Iceland	\$ 3,073,000,000	2002	171	Cape Verde	\$ 325,000,000	2002
122	Nepal	\$ 3,070,000,000	March 2006	172	Sao Tome and Principe	\$ 318,000,000	2002
123	Somalia	\$ 3,000,000,000	2001 est.	173	Saint Kitts and Nevis	\$ 314,000,000	2004
124	Kyrgyzstan	\$ 2,966,000,000	30 June 2007	174	Eritrea	\$ 311,000,000	2000 est.
125	Algeria	\$ 2,913,000,000	31 December	175	Saint Lucia	\$ 257,000,000	2004
126	Zambia	\$ 2,913,000,000	31 December	176	Comoros	\$ 232,000,000	2000 est.
127	Mali	\$ 2,800,000,000	2002	177	Saint Vincent and the Grenadines	\$ 223,000,000	2004
128	Azerbaijan	\$ 2,733,000,000	31 December	178	Dominica	\$ 213,000,000	2004
129	Netherlands Antilles	\$ 2,680,000,000	2004	179	Malta	\$ 188,800,000	2005
130	Mauritius	\$ 2,550,000,000	31 December	180	Samoa	\$ 177,000,000	2004
131	Senegal	\$ 2,528,000,000	31 December	181	Solomon Islands	\$ 166,000,000	2004
132	Cameroon	\$ 2,360,000,000	31 December	182	Bermuda	\$ 160,000,000	FY99/00
133	Niger	\$ 2,100,000,000	2003 est.	183	Cook Islands	\$ 141,000,000	1996 est.
134	Togo	\$ 2,000,000,000	2005	184	Fiji	\$ 127,000,000	2004 est.
135	Uganda	\$ 1,705,000,000	31 December	185	Marshall Islands	\$ 87,000,000	2008 est.
136	Tajikistan	\$ 1,681,000,000	31 December	186	Vanuatu	\$ 81,200,000	2004
137	Equatorial Guinea	\$ 1,652,000,000	31 December	187	Tonga	\$ 80,700,000	2004
138	Sierra Leone	\$ 1,610,000,000	2003 est.	188	New Caledonia	\$ 79,000,000	1998 est.
139	Chad	\$ 1,600,000,000	2005 est.	189	Cayman Islands	\$ 70,000,000	1996
140	Papua New Guinea	\$ 1,582,000,000	31 December	190	Faroe Islands	\$ 64,000,000	1999
141	Albania	\$ 1,550,000,000	2004	191	Micronesia, Federated States of	\$ 60,800,000	FY05 est.
142	Haiti	\$ 1,463,000,000	31 December	192	British Virgin Islands	\$ 36,100,000	1997
143	Mongolia	\$ 1,438,000,000	2007	193	Nauru	\$ 33,300,000	2002
144	Rwanda	\$ 1,400,000,000	2004 est.	194	Greenland	\$ 25,000,000	1999
145	Turkmenistan	\$ 1,400,000,000	2004 est.	195	Kiribati	\$ 10,000,000	1999 est.
146	Armenia	\$ 1,372,000,000	31 December	196	Montserrat	\$ 8,900,000	1997
147	Burkina Faso	\$ 1,330,000,000	2007	197	Anguilla	\$ 8,800,000	1998
148	Belize	\$ 1,200,000,000	June 2005 est.	198	Wallis and Futuna	\$ 3,670,000	2004
149	Burundi	\$ 1,200,000,000	2003	199	Niue	\$ 418,000	2002 est.
150	Benin	\$ 1,200,000,000	2007				

Obr. 70 Veřejný státní dluh zemí světa v roce 2008<sup>152</sup>

<sup>152</sup> CIA. Debt external 2008. *The World Factbook* 2008 [online]. 2008 [cit. 2009-03-14, 14:34]. Dostupné na [www: <http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2079rank.html>](http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2079rank.html).



## PŘÍLOHA PX: BĚŽNÝ ÚČET ZEMÍ SVĚTA V ROCE 2008

Current account balance 2008							
1	<b>China</b>	\$ 368,200,000,000	2008 est.	51	Papua New Guinea	\$ 438,000,000	2008 est.
2	Germany	\$ 267,100,000,000	2008 est.	52	Cote d'Ivoire	\$ 407,000,000	2008 est.
3	Japan	\$ 187,800,000,000	2008 est.	53	Congo, Republic of the	\$ 406,000,000	2008 est.
4	Saudi Arabia	\$ 151,000,000,000	2008 est.	54	Cameroon	\$ 377,000,000	2008 est.
5	Russia	\$ 97,600,000,000	2008 est.	55	Kazakhstan	\$ 326,000,000	2008 est.
6	Norway	\$ 84,350,000,000	2008 est.	56	Namibia	\$ 326,000,000	2008 est.
7	Kuwait	\$ 65,210,000,000	2008 est.	57	Paraguay	\$ 178,000,000	2008 est.
8	Venezuela	\$ 48,440,000,000	2008 est.	58	British Virgin Islands	\$ 134,300,000	1999
9	Netherlands	\$ 47,000,000,000	2008 est.	59	Bhutan	\$ 116,000,000	2007 est.
10	Libya	\$ 43,330,000,000	2008 est.	60	Nepal	\$ 58,000,000	2007
11	Switzerland	\$ 40,810,000,000	2008 est.	61	Cook Islands	\$ 26,670,000	2005
12	United Arab Emira	\$ 36,410,000,000	2008 est.	62	Suriname	\$ 24,000,000	2007 est.
13	Algeria	\$ 35,800,000,000	2008 est.	63	Palau	\$ 15,090,000	FY03/04
14	Sweden	\$ 35,220,000,000	2008 est.	64	Comoros	\$ 8,000,000	2007 est.
15	Singapore	\$ 28,420,000,000	2008 est.	65	Guinea-Bissau	\$ -6,000,000	2007 est.
16	Iran	\$ 27,470,000,000	2008 est.	66	Swaziland	\$ -10,000,000	2008 est.
17	Malaysia	\$ 27,440,000,000	2008 est.	67	Tuvalu	\$ -11,680,000	2003
18	Taiwan	\$ 25,000,000,000	2008 est.	68	Kiribati	\$ -21,000,000	2007 est.
19	Qatar	\$ 22,710,000,000	2008 est.	69	Mongolia	\$ -23,000,000	2007 est.
20	Iraq	\$ 22,600,000,000	2008 est.	70	Tonga	\$ -23,000,000	2007 est.
21	Hong Kong	\$ 22,440,000,000	2008 est.	71	Samoa	\$ -24,000,000	2007 est.
22	Angola	\$ 21,010,000,000	2008 est.	72	Belize	\$ -32,000,000	2008 est.
23	Azerbaijan	\$ 19,360,000,000	2008 est.	73	Micronesia, Federated Sta	\$ -34,300,000	FY05 est.
24	Canada	\$ 12,820,000,000	2008 est.	74	Laos	\$ -37,000,000	2008 est.
25	Austria	\$ 10,630,000,000	2008 est.	75	Anguilla	\$ -42,870,000	2003 est.
26	Finland	\$ 10,290,000,000	2008	76	Bangladesh	\$ -55,000,000	2008 est.
27	Nigeria	\$ 7,722,000,000	2008 est.	77	Vanuatu	\$ -60,000,000	2007 est.
28	Brunei	\$ 7,101,000,000	2007 est.	78	Sierra Leone	\$ -63,000,000	2007 est.
29	Argentina	\$ 6,000,000,000	2008 est.	79	Sao Tome and Principe	\$ -71,000,000	2008 est.
30	Uzbekistan	\$ 5,726,000,000	2008 est.	80	Dominica	\$ -72,000,000	2007 est.
31	Trinidad and Toba	\$ 5,721,000,000	2008 est.	81	Central African Republic	\$ -77,000,000	2007 est.
32	Oman	\$ 5,669,000,000	2008 est.	82	Gambia, The	\$ -116,000,000	2008 est.
33	Denmark	\$ 4,333,000,000	2008 est.	83	Burundi	\$ -120,000,000	2008 est.
34	Belgium	\$ 3,972,000,000	2008 est.	84	Grenada	\$ -138,000,000	2007 est.
35	Luxembourg	\$ 3,186,000,000	2008 est.	85	Solomon Islands	\$ -143,000,000	2007 est.
36	Turkmenistan	\$ 2,897,000,000	2008 est.	86	Saint Vincent and the Gre	\$ -149,000,000	2007 est.
37	Philippines	\$ 2,687,000,000	2008 est.	87	Saint Kitts and Nevis	\$ -163,000,000	2007 est.
38	Indonesia	\$ 2,485,000,000	2008 est.	88	Cape Verde	\$ -167,000,000	2008 est.
39	Bahrain	\$ 2,269,000,000	2008 est.	89	Mauritania	\$ -184,000,000	2007 est.
40	Gabon	\$ 2,026,000,000	2008 est.	90	Syria	\$ -192,000,000	2008 est.
41	Ecuador	\$ 2,008,000,000	2008 est.	91	Saint Lucia	\$ -199,000,000	2007 est.
42	Israel	\$ 1,893,000,000	2008 est.	92	Antigua and Barbuda	\$ -211,000,000	2007 est.
43	Equatorial Guinea	\$ 1,837,000,000	2008 est.	93	Djibouti	\$ -212,000,000	2007 est.
44	Bolivia	\$ 1,789,000,000	2008 est.	94	Rwanda	\$ -220,000,000	2008 est.
45	Botswana	\$ 1,611,000,000	2008 est.	95	Liberia	\$ -224,000,000	2007
46	Egypt	\$ 1,483,000,000	2008 est.	96	Guyana	\$ -246,000,000	2008 est.
47	Timor-Leste	\$ 1,161,000,000	2007 est.	97	Eritrea	\$ -247,000,000	2008 est.
48	Burma	\$ 762,000,000	2008 est.	98	Barbados	\$ -254,000,000	2007 est.
49	Lesotho	\$ 666,000,000	2008 est.	99	Seychelles	\$ -307,000,000	2008 est.
50	Chad	\$ 527,000,000	2008 est.	100	Niger	\$ -321,000,000	2007 est.

Obr. 71 Běžný účet zemí světa v roce 2008<sup>153</sup>

<sup>153</sup> CIA. Current account balance 2008. *The World Factbook* 2008 [online]. 2008 [cit. 2009-03-14, 14:34]. Dostupné na [www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2187rank.html](http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2187rank.html).

**Current account balance 2008**

101	Cuba	\$ -330,000,000	2008 est.	151	Guatemala	\$ -3,316,000,000	2008 est.
102	Congo, Democratic f	\$ -402,000,000	2007 est.	152	Georgia	\$ -3,334,000,000	2008 est.
103	Malawi	\$ -420,000,000	2008 est.	153	Peru	\$ -3,631,000,000	2008 est.
104	Togo	\$ -433,000,000	2008 est.	154	Slovenia	\$ -3,706,000,000	2008 est.
105	Mali	\$ -446,000,000	2007 est.	155	Belarus	\$ -3,832,000,000	2008 est.
106	Maldives	\$ -472,000,000	2007	156	Dominican Republic	\$ -4,230,000,000	2008 est.
107	Zambia	\$ -478,000,000	2008 est.	157	Lebanon	\$ -4,344,000,000	2008 est.
108	Benin	\$ -485,000,000	2008 est.	158	Jordan	\$ -4,870,000,000	2008 est.
109	Fiji	\$ -507,000,000	2007 est.	159	Slovakia	\$ -5,359,000,000	2008 est.
110	Guinea	\$ -535,000,000	2008 est.	160	Colombia	\$ -5,592,000,000	2008 est.
111	Malta	\$ -538,000,000	2008 est.	161	Costa Rica	\$ -5,698,000,000	2008 est.
112	Kyrgyzstan	\$ -574,000,000	2008 est.	162	Croatia	\$ -6,156,000,000	2008 est.
113	Tajikistan	\$ -584,000,000	2008 est.	163	Korea, South	\$ -6,410,000,000	2008
114	Zimbabwe	\$ -597,000,000	2008 est.	164	<b>Czech Republic</b>	\$ -6,460,000,000	2008 est.
115	Haiti	\$ -664,000,000	2008 est.	165	Lithuania	\$ -6,775,000,000	2008 est.
116	Macedonia	\$ -740,000,000	2008 est.	166	Serbia	\$ -6,889,000,000	2007 est.
117	Armenia	\$ -877,000,000	2008 est.	167	Hungary	\$ -6,890,000,000	2008 est.
118	Moldova	\$ -903,000,000	2008 est.	168	Ireland	\$ -8,621,000,000	2008 est.
119	Burkina Faso	\$ -908,000,000	2008 est.	169	New Zealand	\$ -9,047,000,000	2008 est.
120	Uganda	\$ -933,000,000	2008 est.	170	Pakistan	\$ -10,570,000,000	2008 est.
121	Sudan	\$ -952,000,000	2008 est.	171	Bulgaria	\$ -12,110,000,000	2008
122	Kosovo	\$ -964,000,000	2007	172	Vietnam	\$ -12,740,000,000	2008 est.
123	Mozambique	\$ -981,000,000	2008 est.	173	Mexico	\$ -13,450,000,000	2008 est.
124	Mauritius	\$ -982,000,000	2008 est.	174	Ukraine	\$ -14,220,000,000	2008 est.
125	Tunisia	\$ -993,000,000	2008 est.	175	South Africa	\$ -21,670,000,000	2008 est.
126	Uruguay	\$ -1,000,000,000	2008 est.	176	Portugal	\$ -23,970,000,000	2008 est.
127	Thailand	\$ -1,049,000,000	2008 est.	177	Brazil	\$ -27,330,000,000	2008 est.
128	Madagascar	\$ -1,088,000,000	2008 est.	178	Romania	\$ -28,030,000,000	2008 est.
129	El Salvador	\$ -1,119,000,000	2008 est.	179	Poland	\$ -29,510,000,000	2008 est.
130	Cambodia	\$ -1,270,000,000	2008 est.	180	Greece	\$ -36,260,000,000	2008 est.
131	Nicaragua	\$ -1,310,000,000	2008 est.	181	India	\$ -38,390,000,000	2008 est.
132	Bahamas, The	\$ -1,442,000,000	2007 est.	182	Australia	\$ -43,840,000,000	2008 est.
133	Chile	\$ -1,574,000,000	2008 est.	183	Turkey	\$ -51,680,000,000	2008 est.
134	Ethiopia	\$ -1,609,000,000	2008 est.	184	France	\$ -58,000,000,000	2008 est.
135	Albania	\$ -1,639,000,000	2008 est.	185	Italy	\$ -68,820,000,000	2008 est.
136	Morocco	\$ -1,667,000,000	2008 est.	186	<b>United Kingdom</b>	\$ -72,540,000,000	2008 est.
137	Ghana	\$ -1,807,000,000	2008 est.	187	Spain	\$ -152,500,000,000	2008 est.
138	Kenya	\$ -1,859,000,000	2008 est.	188	<b>United States</b>	\$ -568,800,000,000	2008 est.
139	Sri Lanka	\$ -1,981,000,000	2008 est.				
140	Honduras	\$ -2,047,000,000	2008 est.				
141	Senegal	\$ -2,078,000,000	2008 est.				
142	Latvia	\$ -2,100,000,000	2008 est.				
143	Yemen	\$ -2,175,000,000	2008 est.				
144	Tanzania	\$ -2,275,000,000	2008 est.				
145	Jamaica	\$ -2,448,000,000	2008 est.				
146	Panama	\$ -2,536,000,000	2008 est.				
147	Cyprus	\$ -2,609,000,000	2008 est.				
148	Bosnia and Herzegovina	\$ -2,850,000,000	2008 est.				
149	Estonia	\$ -3,037,000,000	2008 est.				
150	Iceland	\$ -3,257,000,000	2008 est.				

*Obr. 72 Běžný účet zemí světa v roce 2008<sup>154</sup>*

<sup>154</sup> CIA. Current account balance 2008. *The World Factbook* 2008 [online]. 2008 [cit. 2009-03-14, 14:34]. Dostupné na [www: <http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2187rank.html>](http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2187rank.html).

## PŘÍLOHA P XI: VEŘEJNÝ DLUH K HDP ZEMÍ SVĚTA V ROCE 2008

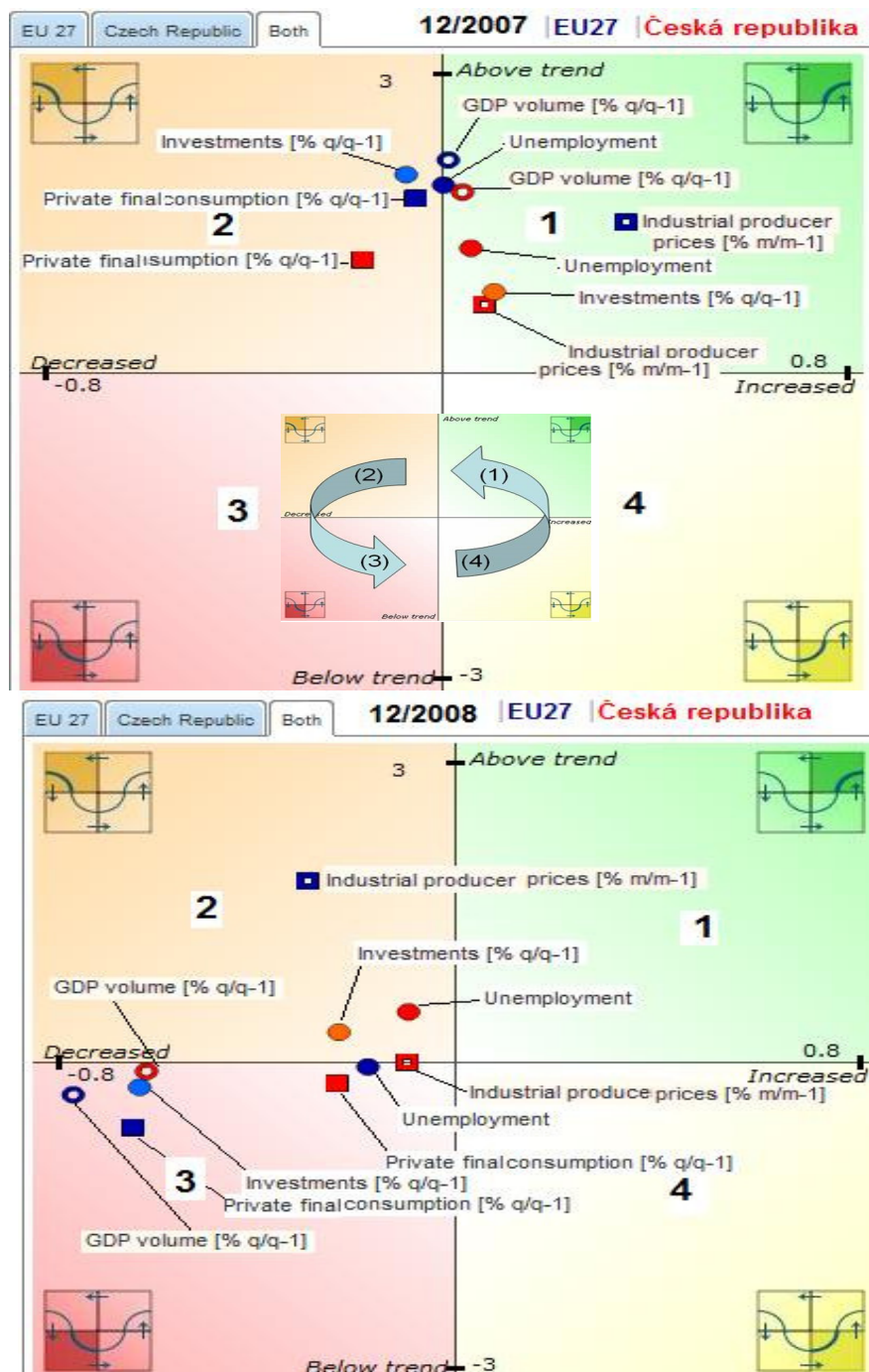
Public debt (% of GDP)								
1	Zimbabwe	241.20	51	Brazil	40.70	101	China	15.70
2	Japan	170.40	52	Bosnia and Herzeg	40.00	102	Gibraltar	15.70
3	Lebanon	163.50	53	Dominican Republi	39.10	103	Australia	15.40
4	Jamaica	124.10	54	Vietnam	38.60	104	Hong Kong	14.50
5	Singapore	113.70	55	Costa Rica	38.40	105	Romania	14,10
6	Italy	103.70	56	Montenegro	38.00	106	Algeria	13,80
7	Seychelles	92.60	57	Spain	37.50	107	Uzbekistan	13,60
8	Greece	90.10	58	Turkey	37.10	108	Saudi Arabia	13,50
9	Sudan	86.10	59	Serbia	37.00	109	Nigeria	12,20
10	Egypt	84.70	60	Sweden	36.50	110	Cameroon	11,90
11	Bhutan	81.40	61	Macedonia	35.90	111	Lithuania	11,90
12	Belgium	80.80	62	Slovakia	35.00	112	Ukraine	20,00
13	Sri Lanka	78.00	63	Bangladesh	34.60	113	Equatorial Guin	9,30
14	India	78.00	64	Ethiopia	34.40	114	Kazakhstan	9,10
15	Israel	75.70	65	Papua New Guinea	34.00	115	Angola	8,70
16	Hungary	73.80	66	Bahrain	33.20	116	Kuwait	7,20
17	France	67.00	67	Finland	33.00	117	Luxembourg	7,20
18	Ghana	66.50	68	Cuba	32.80	118	Russia	7,20
19	Portugal	64.20	69	Korea, South	32.70	119	Qatar	6,00
20	Germany	62.60	70	Yemen	31.80	120	Wallis and Futu	5,60
21	Canada	62.30	71	Ireland	31.50	121	Azerbaijan	5,20
22	United States	60.80	72	Taiwan	30.90	122	Botswana	5,10
23	Morocco	60.20	73	Indonesia	30,10	123	Chile	3,80
24	Austria	58.80	74	South Africa	29.90	124	Estonia	3,80
25	Cote d'Ivoire	58.30	75	Czech Republic	29.40	125	Libya	3,60
26	Jordan	58.30	76	Ecuador	29.20	126	Oman	2,40
27	Mauritius	57.20	77	Trinidad and Tobag	28.00			
28	Uruguay	57.00	78	El Salvador	26.70			
29	Philippines	56.50	79	Gabon	26.30			
30	Nicaragua	53.60	80	Zambia	25.70			
31	Tunisia	53.10	81	Iran	25.00			
32	Bolivia	52.70	82	Namibia	24.80			
33	Kenya	52.70	83	Peru	24,10			
34	Norway	52.00	84	Guatemala	23.70			
35	Albania	51.20	85	Iceland	23.00			
36	Argentina	51.00	86	New Zealand	22.90			
37	Pakistan	49.80	87	United Arab Emirat	22.40			
38	Malawi	49.10	88	Paraguay	22.20			
39	Cyprus	49.00	89	Slovenia	22.00			
40	Croatia	48.90	90	Tanzania	22.00			
41	Colombia	48.00	91	Denmark	21.80			
42	United Kingdom	47.20	92	Mozambique	21.40			
43	Panama	46.40	93	Senegal	21.40			
44	Aruba	46.30	94	Moldova	21.30			
45	Switzerland	44.00	95	Honduras	21.00			
46	Netherlands	43.00	96	Mexico	20.30			
47	Malaysia	42.70	97	Uganda	19.50			
48	Thailand	42.00	98	Venezuela	17.40			
49	Poland	41.60	99	Latvia	17.00			
50	Syria	41.20	100	Bulgaria	16.70			

Aktualizováno 2009-03-05

Obr. 73 Veřejný dluh v poměru k HDP zemí světa v roce 2008, v procentech<sup>155</sup>

<sup>155</sup> CIA. Public Debt (% of GDP) 2008. *The World Factbook* 2008 [online]. 2008 [cit. 2009-03-14, 14:34]. Dostupné na [www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/fields/2186.html](http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/fields/2186.html).

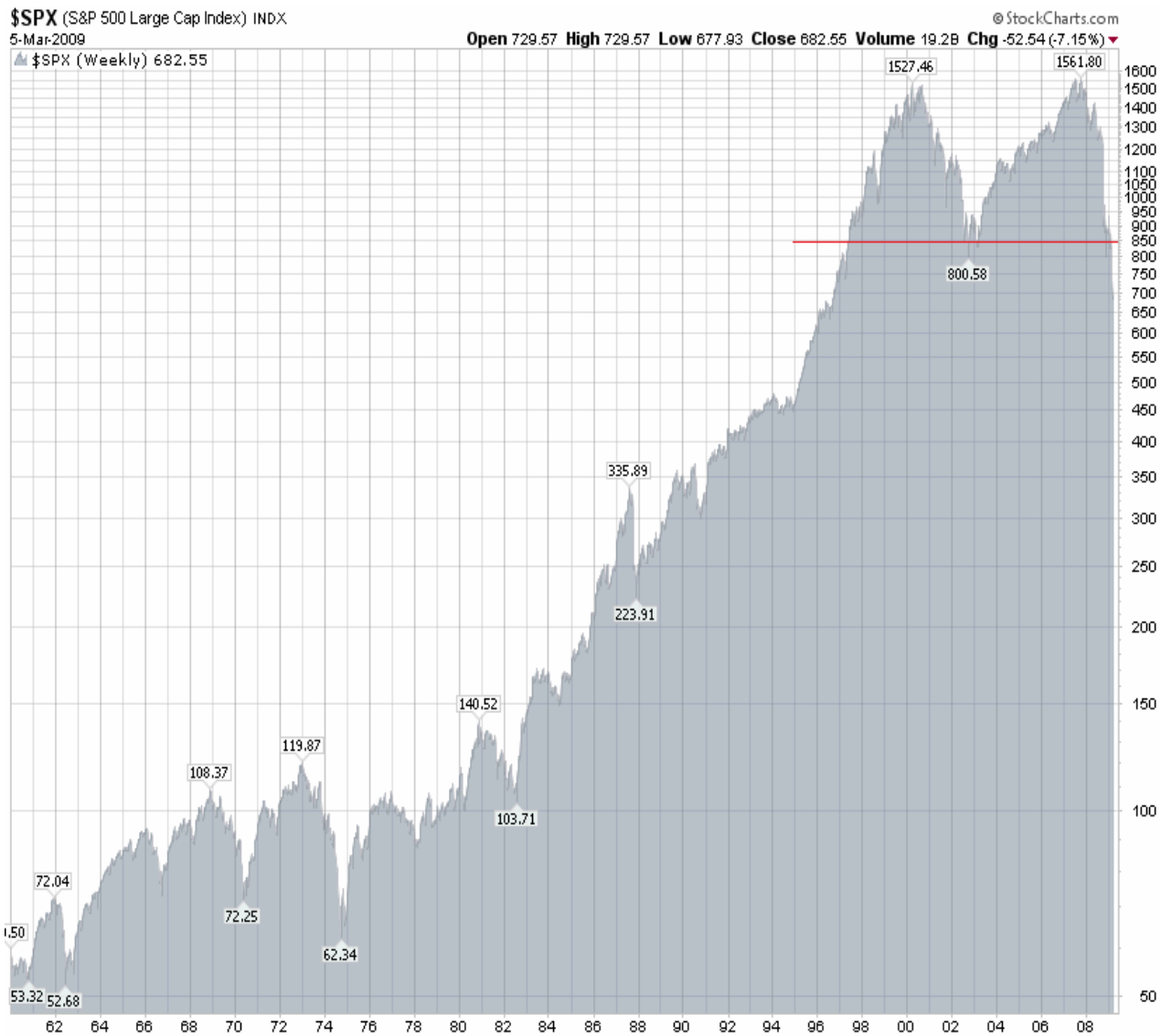
## PŘÍLOHA P XII: MAKROANALÝZA EU A ČR



Obr. 74 Hospodářský cyklus EU27 a ČR v roce 2007 a 2008<sup>156</sup>

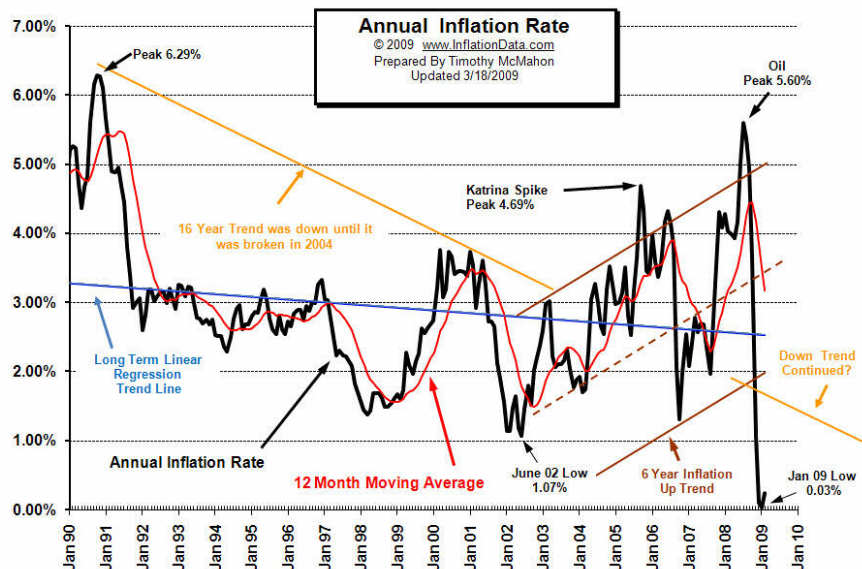
<sup>156</sup> EUROSTAT. Hospodářský cyklus [online]. 2009 [cit. 2009-03-18, 09:52]. Dostupné na www: <[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/BCC/xdis\\_en.html?country1=eu27&country2=us&une=true&gdp=true&con=true&ppi=true&mp=true&imp=true&exp=true&pi=true&pc=true&inv=true&esi=true&tov=true](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/BCC/xdis_en.html?country1=eu27&country2=us&une=true&gdp=true&con=true&ppi=true&mp=true&imp=true&exp=true&pi=true&pc=true&inv=true&esi=true&tov=true)>.

## PŘÍLOHA P XIII: VÝVOJ INDEXU S&P 500 OD ROKU 1962

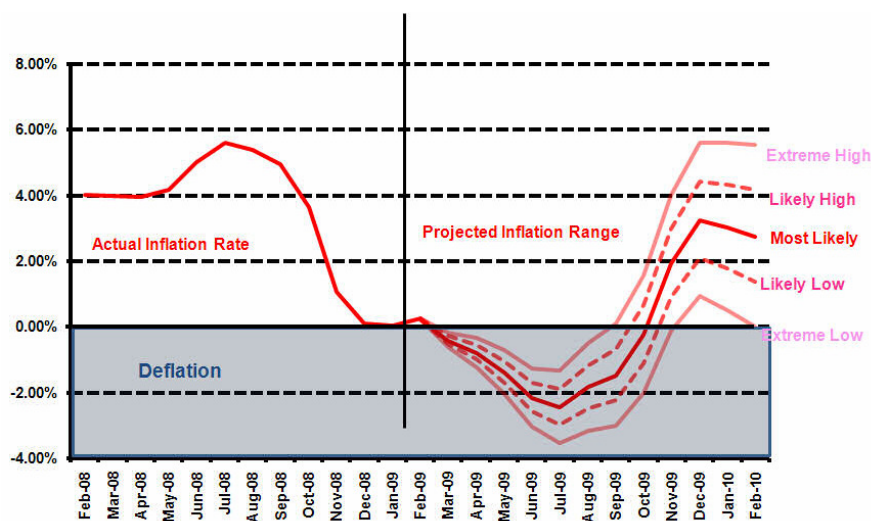


Obr. 75 Vývoj indexu S&P 500 od roku 1962 se zakreslením trendové linie dvojitého vrcholu. Zdroj vlastní.

## PŘÍLOHA P XIV: VÝVOJ INDEXU A PREDIKCE CPI USA



Obr. 76 Vývoj indexu spotřebitelských cen (CPI) v USA.<sup>157</sup>



Obr. 77 Predikce indexu spotřebitelských cen (CPI) v USA.<sup>158</sup>

<sup>157</sup> McMAHON, T. Annual Inflation Rate. *Annual Inflation*. [online]. 2009 [cit. 2009-03-31]. Dostupné na [www: <http://inflationdata.com/Inflation/images/charts/Annual\\_Inflation/annual\\_inflation\\_chart.htm>](http://inflationdata.com/Inflation/images/charts/Annual_Inflation/annual_inflation_chart.htm).

<sup>158</sup> MOORE, J. Current Inflation Rate Forecast for the next 12 months. *Moore Inflation Predictor*. [online]. 2008 [cit. 2009-03-30]. Dostupné na [www: <http://fintrend.com/ftf/images/charts/MIP/Moore\\_Inflation\\_Predictor.htm>](http://fintrend.com/ftf/images/charts/MIP/Moore_Inflation_Predictor.htm).