

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽENTU

Evidenčné číslo: 104004/I/2015/3533713995

INVESTOVANIE NA FINANČNÝCH TRHOCH
Diplomová práca

2015

Bc. Dávid Mézes

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽENTU

INVESTOVANIE NA FINANČNÝCH TRHOCH

Diplomová práca

Študijný program: 6276 8 05 Podnikové financie

Študijný odbor: 6276 8 00 Finančný manažment

Školiace pracovisko: Katedra podnikových financií

Vedúci záverečnej práce: Ing. Miroslav Mikloš, PhD.

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že záverečnú prácu som vypracoval samostatne a že som uviedol všetku použitú literatúru.

V Matúškove, dňa 28. 04. 2015

.....
(podpis študenta)

PodĎakovanie

Týmto by som sa rád poďakoval mojej matke Silvii Mézesovej za bezprecedentnú podporu a odborné konzultácie počas celého štúdia, vďaka ktorým som sa počas štúdia a pri písaní diplomovej práce mohol posunúť ďalej.

Následne by som sa chcel poďakovať starým rodičom a rodine za podporu a vytrvalosť, spolužiakom za odborné konzultácie a rady, vedúcemu diplomovej práce Ing. Miroslavovi Miklošovi PhD. za odborné vedenie, profesionálne rady a konzultácie.

Ďalej by som sa chcel poďakovať mojej partnerke Mgr. Ingridě Papáčovej za odbornú a intenzívnu prípravu do pracovnej praxe.

ABSTRAKT

MÉZES, Dávid: *Investovanie na finančných trhoch*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Fakulta podnikového manažmentu; Katedra podnikových financií. – Vedúci záverečnej práce: Ing. Miroslav Mikloš, PhD. – Bratislava: FPM EU, 2015, 86 s.

Federálny rezervný systém sa aktívne zapájal do vývoja na finančných trhoch pomocou monetárnych intervencií. Išlo najmä o obdobie po dot - com kríze v USA, ktorá znamenala masívny odlev kapitálu z finančných trhov. Masívne intervencie nastali po hypotekárnej kríze, ktorá viedla k finančnej kríze v roku 2008, kde Fed realizoval intervencie vo väčšom objeme s väčšou silou a predstavil kvantitatívne uvoľňovanie.

Kvantitatívne uvoľňovanie I, II a III boli realizované spôsobom, aby zmenili moment prepádajúcej sa ekonomiky USA.

V našej diplomovej práci analyzujeme vplyv monetárnych intervencií v USA počas a po finančnej krízy, ako aj v Európe počas a v čase po európskej dlhovej krízy.

Kľúčové slová: Akciové indexy. Devízový kurz. ECB. FED. Finančné trhy. HDP. Inflácia. Investovanie. Kvantitatívne uvoľňovanie. Nezamestnanosť.

ABSTRACT

MÉZES, David: *Investing in financial markets*. – University of Economics in Bratislava. Faculty of Business Management, Department of Business Finance. – Supervisor: Ing. Miroslav Mikloš, PhD. – Bratislava FPM EU, 2015, p. 86.

Federal reserve system have been actively involved in the financial markets development via monetary interventions. The main period of active expansive monetary policy came after the dot-com crisis which took place in 2001 after the massive outflow of the capital from the financial markets. Massive interventions came after sub-prime crisis, which lead to financial crisis in 2008 where Fed had to intervene by much stronger power and introduced quantitative easing.

QE I, II and III were about to change the decreasing momentum of the economy.

Our thesis analyzing the impact of the monetary interventions in USA during and after the financial crisis as well as in Europe during and in time after the European debt crisis.

Key words: Stock index. Exchange rate. ECB, FED. Financial markets. GDP. Inflation. Investing, Quantitative easing. Unemployment.

Obsah

ÚVOD.....	10
1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí.....	11
1.1. Investovanie na finančných trhoch.....	11
1.2 Finančné trhy.....	14
1.2.1 Charakteristika inštitucionálnych sprostredkovateľov na finančných trhoch	17
1.2.2 Charakteristika jednotlivých segmentov finančného trhu	20
1.3 Kritéria rozhodovania pri investovaní do finančných nástrojov	28
1.3.1 Výnos.....	28
1.3.2 Riziko	29
1.3.3 Likvidita	29
1.4 Definovanie hlavných skupín investičných nástrojov.....	30
1.4.1 Akcie	30
1.4.2 Drahé kovy	31
1.4.3 Spotový menový kurz.....	32
1.5 Centrálna banka – fiškálna politika, monetárna politika a nástroje, s ktorými ovplyvňuje ponuku peňazí.....	33
1.5.1 Ponuka peňazí a vplyv na monetárnu bázu	34
1.5.2 Nástroje monetárnej politiky centrálnych bánk.....	36
2 CIEĽ PRÁCE.....	39
3 METODIKA PRÁCE A METÓDY SKÚMANIA.....	40
4 VÝSLEDKY PRÁCE	41
4.1 Finančná kríza v USA	41
4.1.1 Príčiny finančnej krízy a jej priebeh.....	41
4.1.2 Hypotekárna kríza v USA	44
4.1.3 Monetárna politika fedu v období finančnej krízy	45
4.2 Dlhová kríza v eurozóne	52
4.2.1 Príčiny dlhovej krízy a jej priebeh.....	52
4.2.2 Vplyv udalostí grécka a ich vplyv na dlhovú krízu v európe	53
4.2.3 Monetárne intervencie ECB v období dlhovej krízy	55
4.3 Dopady na vybrané ekonomické veličiny a akciové indexy	58
4.3.1 Akciové indexy.....	59
4.3.2 HDP počas krízy.....	62
4.3.3 Nezamestnanosť	67
4.3.4 Inflácia.....	68

4.4. Vplyv monetárnych intervencií na menový kurz EURUSD	70
5 DISKUSIA	74
ZÁVER	77
ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY	78
ZOZNAM OBRÁZKOV	86
ZOZNAM TABULIEK	86
ZOZNAM GRAFOV	86

ÚVOD

Finančné trhy sa v období poslednej dekády museli vyrovnávať s nestabilitou, bezprecedentnou volatilitou a rizikami, ktoré sa pretransformovali aj do viditeľných likvidačných problémov, niektorých svetových finančných inštitúcií, veľkých korporácií, vlád a v neposlednom rade aj obyvateľstva.

Priebeh dot - com krízy, ktorá prinútila Federálny rezervný systém k využitiu monetárnych intervencií nepriamym spôsobom ovplyvnil vývoj a predpoklady pre vznik hypotekárnej krízy, ktorá sa neskôr pretransformovala do krízy finančnej. Toto priame ohrozenie všetkých účastníkov finančných trhov vyvolalo mnoho diskusií o dostatočnosti regulácií a pravidiel, ktoré by podobnej situácii mali zabrániť. Krach štvrtej najväčšej investičnej banky na svete Lehman Brothers 15. septembra 2008 spustil nezastaviteľnú lavínu na finančných trhoch. Táto finančná lavína dostala Spojené štáty americké do recesie.

FED zaujal stanovisko a reagoval na vzniknutú krízu monetárnymi intervenciami. Kríza bola však taká závažná, že sa pretransformovala do európskej dlhovej krízy, a tým pádom ohrozila svetovú ekonomiku. To prinútilo Európsku centrálnu banku taktiež k monetárnym intervenciám. Využívanie monetárnych nástrojov na stabilizáciu finančných trhov, ale aj celkovej výkonnosti jednotlivých ekonomík budeme v našej práci analyzovať.

Medzi primárnu politiku ECB a FED - u za posledných viac ako 10 rokov patrili najmä úrokové sadzby a ich zmena podľa potreby regulácie trhu. Začiatkom roku 2001 došlo k postupnému znižovaniu Fed funds rate, z dôvodu potreby navýšenia likvidity na finančných trhoch v dôsledku predchádzajúcej dot - com krízy. Následne pri nadmernej úverovej expanzii od roku 2004 sa FED zameral na zvyšovanie fed funds rate, čo vyvolalo hypotekárnu krízu v USA.

Analýza situácie pred a počas hypotekárnej krízy a reakcie jednotlivých centrálnych bánk na vzniknuté problémy budú predmetom našej diplomovej práce.

Medzi hlavné makroekonomické veličiny, na ktorých budeme tento vplyv monetárnych intervencií analyzovať budú HDP, inflácia a nezamestnanosť v USA a Eurozóne a následne premietneme kroky centrálnych bánk a ich expanzívne monetárne politiky počas obdobia poslednej dekády na devízový kurz EURUSD.

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Na finančných trhoch sa v dnešnej dobe stretávame s nevídanou volatilitou podporovanou monetárnymi intervenciami centrálnych bánk. Investovanie na finančných trhoch je priamo ovplyvňované činnosťou a vyhláseniami centrálnych bánk a následnými zmenami monetárnych báz. Tieto intervencie v súčasnej dobe vykonáva viacero centrálnych bánk. Z nášho pohľadu budeme analyzovať ECB ako regulátora pre európsky finančný trh a Fed, ako regulátora pre finančný trh Spojených štátov amerických. Monetárne intervencie však majú dopad až za hranice jednotlivých ekonomík. Účinnosť monetárnych stimulov je v dnešnej dobe často diskutovanou témou.

1.1. Investovanie na finančných trhoch

V nasledujúcej časti diplomovej práce definujeme základne pojmy, akými sú napríklad investičné rozhodovanie, typy investícií a kritéria rozhodovania pri investovaní na finančných trhoch.

Investičné rozhodovanie a základné typy investícií

Investor sa snaží pri tvorbe svojho portfólia cenných papierov vychádzať z poznania rôznych druhov investícií a ich posudzovania. Po posúdení rôznych investičných možností a po zhodnotení investičného zámeru prechádza ku kreovaniu svojho portfólia.¹

Základné typy investícií a kritéria investičného rozhodovania

*„Investícia je obetovaním určitej dnešnej hodnoty za účelom získania nejakej budúcej hodnoty.“*² Investor sleduje pri finančnom investovaní hlavne výnosnosť investície, jej rizikovosť a likviditu.

Hlavným cieľom investície je výnosovosť.³

¹ GRMANOVÁ, E. 2004. *Poistný trh a finančné investovanie*. Nové Zámky: Crocus. 2004. 53 s. ISBN 80-88992-74-5.

² STEIGAUF, S. 1999. *Investiční matematika*. Praha: Grada Publishing. 1999. 119 s. ISBN 80-7169-429-0.

Jednotlivé typy investície slúžia nasledujúce kritériá:

- kritérium čistej súčasnej hodnoty,
- kritérium vnútornej miery výnosnosti,
- návratnosť

Formy investovania

V poslednom čase sa razantne rozšírili možnosti investovania. Existujú dve skupiny investícií, medzi ktorými sa investor rozhoduje, a to:

- reálne investície,
- finančné investície.

Reálne investície majú vždy priamu väzbu na konkrétny predmet či podnikateľskú činnosť. Reálne investície sú neoddeliteľnou súčasťou finančných trhov, aj keď majú najmä materiálnu podobu. V praxi sú všeobecne známe pod názvom komodity, s ktorými je možné obchodovať na špecializovaných burzách. V praxi je v tejto oblasti známe aj špecifické členenie, podľa ktorého sa komodity delia na:

- energetické komodity,
- drahé kovy,
- priemyselné kovy,
- poľnohospodárske komodity.⁴

Pri obchodovaní sa používajú hromadné kontrakty. Charakteristická črta je ich vzájomná zastupiteľnosť. Výhodou daného trhu je takmer každodenné kótovanie ceny na burze, čo znamená, že tento trh je transparentný, likvidný a jednoducho dostupný pre investora. V posledných troch desaťročiach však došlo na danom trhu aj k významným zmenám. Komodity sa dnes vo veľkej miere používajú ako podkladové aktíva pre finančné nástroje. Môžeme povedať, že aj v tejto oblasti nastala výrazná sekuritizácia.

Investor sa bežne stretne s certifikátmi na drahé kovy ako je napríklad zlato, s podielovými listami fondov, kde sa ako podkladové aktívum používajú rôzne komodity,

³ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív. 2014. *Finančné trhy – nástroje a transakcie*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 35 s. ISBN 978 – 80 – 81680 – 06 – 9.

⁴ MARKOVIČ, P. 2007. *Manažment finančných rizík podniku – 1. vydanie*. Bratislava: IURA EDITION. 2007. 175 - 231 s. ISBN 978 – 80 – 8087 – 132 – 3.

ako aj s indexovými investíciami, kde je podkladovým aktívom niektorý z komoditných indexov.⁵

Výrazný rast komoditných trhov sa spája aj s využívaním derivátov. Z toho vyplýva, že veľká časť obchodov nadobúda formu zaist'ovacích alebo špekulatívnych obchodov. Aj vďaka tomu sa samotní spracovatelia surovín v súčasnosti zaist'ujú prostredníctvom rôznych derivátov pre prípad rasu cien, čo im dáva možnosť neskôr nakupovať za nižšiu cenu. Pozornosť sa sústreďuje najmä na špekulatívne obchody, v súvislosti s ktorými sa obchodníci prostredníctvom derivátov snažia participovať na rozdieloch v cenách.

Diskutovanou oblasťou reálneho investovania je často tzv. jedinečné reálne investovanie. Predmetom takéhoto druhu investovania sú drahokamy, umelecké predmety, ale aj bežné aktíva, akými sú pôda, voda alebo vzduch. Na rozdiel od predošlých komodít sa vyznačujú vysokým stupňom vzácnosti i obmedzenosti. Tvorba ceny týchto komodít je poznačená výrazným subjektivismom, cena je určená na základe dohody medzi predávajúcim a kupujúcim a nie kótovaná na burze ako pri ostatných komoditách.

V súčasnosti sa upozorňuje na fenomén hrozby nedostatku pitnej vody a úbytku ornej pôdy v mnohých častiach sveta, a tak isto na kvalitu vzduchu na Zemi. Práve spomínané reálne aktíva sa dnes dostávajú do centra pozornosti svetovej verejnosti a súvisia so snahou o dôslednejšiu reguláciu a kontrolu danej oblasti. Obchodovanie so spomínanými aktívami bude mať v budúcnosti rastúci trend.

Reálne aktíva sú veľmi atraktívne predovšetkým v čase značnej hospodárskej a politickej neistoty. Posledná dekáda názorne preukázala zmenu orientácie investorov a vyhľadávanie bezpečných prístavov pre ich investície. Prasknutie internetovej bubliny, ktoré bolo sprevádzané pádom akciového trhu v roku 2001 a následná finančná kríza, ktorá zapríčinila krach mnohých finančných inštitúcií v roku 2008 viedli k tomu, že komoditné trhy, a aj ostatné reálne aktíva, začali rásť. Prudký rast cien zlata, ropy a iných reálnych aktív potvrdzuje, že sa investori presunuli z akciových trhov na komoditné.

Finančné investície reprezentujú v prvom rade cenné papiere, ktoré reprezentujú určité dokumenty prípadne len zápisy potvrdzujúce, že investor zainvestoval určitú sumu, za čo mu prislúchajú určité práva. Každá finančná operácia v súčasnosti na finančnom trhu vytvára investičný produkt. Tento investičný produkt nadobúda charakter väčšinou cenných papierov. Inak povedané, cenný papier je finančným produktom, vďaka ktorému

⁵ MLYNAROVIC, V. 2001. *Finančné investovanie: teória a aplikácie*. Bratislava: IURA EDITION. 2001. 162 - 176 s. ISBN 80 - 89047 - 16 - 5.

je možné získať zdroje. Na strane jednej sú teda aktívom pre ich majiteľa a na strane druhej zasa pasívom pre ich emitenta. Doterajší ekonomický vývoj krajín ukazuje, že čím viac vyspelá je ekonomika, tým väčšia časť investícií smeruje do finančných nástrojov. Na druhej strane neistota a nestabilita ekonomík zapríčiňujú, že investori sústreďujú svoju pozornosť stále viac a viac na reálne investície.

1.2 Finančné trhy

*„Finančný trh je miesto, kde sa stretáva ponuka voľných finančných prostriedkov v podobe úspor rôznych ekonomických subjektov a dopyt rôznych ekonomických subjektov po týchto prostriedkoch, ktoré sa využívajú ako investície.“*⁶ Finančný trh je teda trh, na ktorom ľudia a entity môžu obchodovať finančné cenné papiere, komodity a obchodovateľné aktíva pri nízkych transakčných nákladoch a za ceny, ktoré odrážajú ponuku a dopyt. Obchodovateľné cenné papiere zahŕňujú dlhopisy a akcie, komodity zahŕňujú drahé kovy a poľnohospodárske produkty.⁷

Finančný trh je rozsiahly. Jeho základné členenie vychádza z rozdelenia na peňažný trh a na trh kapitálový. Finančný trh a jeho jednotlivé súčasti pre svoje účinné fungovanie používajú v praxi konkrétne nástroje. Za nástroj finančného trhu môžeme označiť mechanizmus získavania peňažných prostriedkov, a taktiež ich využitie v záujme efektívneho hospodárenia s peňažnými prostriedkami v prospech vlastníkov týchto peňažných prostriedkov. Najpoužívanejším nástrojom finančných trhov sú cenné papiere.

Celkovo môžeme konštatovať, že prostredníctvom finančného trhu sa presúvajú prostriedky od subjektov, ktoré disponujú prebytkom daného obchodovaného aktíva k tým, ktorých dopyt je väčší ako objem tých, ktorými disponujú, a preto tieto prostriedky nevyhnutie potrebujú.

Úlohou finančného trhu je teda transfer finančných prostriedkov od subjektov, ktorí ich majú prebytok k subjektom s deficitom týchto prostriedkov.⁸

V rovine úspor a investícií, môžeme hovoriť o finančných trhoch ako o kanáloch, prostredníctvom ktorých vzniká súlad medzi investíciami a úsporami.

⁶ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív. 2014. *Finančné trhy – nástroje a transakcie*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 17 s. ISBN 978 – 80 – 81680 – 06 – 9.

⁷ HRVOĽOVÁ, B. – NINČÁKOVÁ, L. – VÁVROVÁ, K. 1994. *Analýza finančných trhov*. Bratislava: SPRINT. 1994. 243 - 276 s. ISBN 80 – 967207 – 9 – 1.

⁸ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív. 2014. *Finančné trhy – nástroje a transakcie*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 17 - 28 s. ISBN 978 – 80 – 81680 – 06 – 9.

Primárnych veriteľov zastupujú na finančnom trhu rôzne ekonomické subjekty, predovšetkým ide o:

- domácnosti,
- firmy,
- vlády,⁹
- cudzincov.

Z praxe je známe, že najobjemnejšou skupinou veriteľov sú väčšinou domácnosti. Následne po uhradení svojich bežných výdavkov často disponujú voľnými prostriedkami, ktoré tak nadobúdajú formu úspor. Po uhradení daňových záväzkov, dividend a iných položiek môžu mať aj firmy k dispozícii čistý zisk. Ten predstavuje dočasne voľné prostriedky. Tak isto ako domácnosti, či firmy sa môže stať veriteľom aj vláda. V tomto prípade by však musela hospodáriť a dosiahnuť prebytok bežných rozpočtových príjmov nad výdavkami. Vzhľadom na to, že finančné trhy nie sú izolované na úrovni jednotlivých štátov, môžu tu v pozícii veriteľov vystupovať aj cudzinci. Zväčša tieto finančné prostriedky vo forme úspor pretekajú finančnými trhmi a nadobúdajú formu *investícií*, ktoré získavajú na finančnom trhu *rôzni* dlžníci. Spoločnosti ako dlžníci získavajú na finančných trhoch prostriedky na obstaranie investičných aktív, medzi ktoré patria budovy, zariadenia, ale tak isto aj nákup tovarov a materiálu, ktorú sú určené na následný predaj. Na druhej strane, domácnosti môžu investovať do nákupu domov, automobilov, či domáceho zariadenia. V prípade vlády sa jedná o vládne výdavky, ktoré smerujú do občianskej vybavenosti a majú takisto charakter investícií ako sú napríklad parky, školy, štadióny, cesty a pod. V týchto prípadoch nazývame investície reálnymi a hovoríme teda o reálnych investíciách. Transfer peňažných prostriedkov zo strany veriteľov na stranu dlžníkov má charakter úveru. Veritelia neposkytujú tieto prostriedky bezodplatne. Odhliadnuc od prísluhu vrátenia poskytnutých prostriedkov si veritelia nárokuje aj výnosy. Tieto výnosy majú podobu úrokov, dividend a kapitálových výnosov iného druhu.

Tieto nárokové kapitálové výnosy sú zhmotnené vo forme cenných papierov, ktoré sa presúvajú od dlžníkov k veriteľom za poskytnutý kapitál. Z tohto pohľadu sú teda všetky cenné papiere finančnými investíciami.¹⁰

⁹ HRVOĽOVÁ, B. 1994. *Finančný trh – I. vydanie*. Bratislava: EMKA. 1994. 14 – 16 s. ISBN 80 – 967 – 207 – 9 - 1.

¹⁰ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív. 2014. *Finančné trhy – nástroje a transakcie*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 17 - 28 s. ISBN 978 – 80 – 81680 – 06 – 9.

Pohyb prostriedkov od veriteľov k dlžníkom je vo všeobecnosti realizovaný ako:

- priame financovanie,
- nepriame financovanie.

V prípade **priameho financovania** dlžníci získavajú prostriedky priamo od veriteľov, a to takým spôsobom, že predávajú svoje cenné papiere, ktoré sú nárokom veriteľa na dlžníkov budúce aktíva alebo dôchodok. Najjednoduchšou metódou pre finančné transakcie je práve priame financovanie. Táto metóda má však mnoho nevýhod. Príkladom nevýhody je nutnosť, aby veriteľ i dlžník mali záujem o transakciu v ten istý čas a transakcia musí byť v rovnakom množstve. Veriteľ nemusí byť ochotný prijať cenný papier so stanovenými podmienkami. Obe strany, čiže veriteľ aj dlžník sú nútení vynaložiť značné prostriedky na získanie informácií o druhej strane, teda partnerovi. Je zrejmé, že pri priamom financovaní existujú vysoké transakčné a informačné náklady. Tieto transakčné a informačné náklady znamenajú významný problém najmä pre individuálnych účastníkov trhu.

V odbornej literatúre sa čoraz častejšie uvádza aj **polopriame financovanie** je realizované za účasti dealerov, respektíve maklérov. Hlavnou úlohou dealerov a maklérov je sprostredkovanie kontaktu medzi veriteľmi a dlžníkmi. Tým sa čiastočne eliminujú náklady na informácie. Úlohou makléra je zastupovanie primárneho veriteľa alebo koncového dlžníka. Poskytuje im informácie, ktoré sa týkajú možného nákupu alebo predaja cenných papierov. Z toho vyplýva, že predovšetkým vystupuje v mene svojho klienta. Dealer je špecifický v porovnaní s maklérom tým, že môže obchodovať na vlastný účet aj popri tom ako plní funkciu sprostredkovateľa medzi veriteľom a dlžníkom. Polopriame financovanie má však tiež obmedzenia. Musí taktiež existovať zhoda v želaniach a v potrebách veriteľov a dlžníkov. Konečný veriteľ, z titulu držiteľa cenných papierov, musí byť ochotný akceptovať riziko a podmienky, ktoré sú stanovené v cenných papieroch. Z pohľadu zjednodušenia priameho financovania ide práve o finančných sprostredkovateľov, ktorí toto zjednodušenie zabezpečujú.¹¹ Okrem spomínaných nešpecializovaných finančných sprostredkovateľov na trhu pôsobia aj špecializovaní sprostredkovatelia, ktorí obchodujú hlavne na vlastný účet. Hlavným zámerom

¹¹ HRVOLOVÁ, B. 1994. *Finančný trh – I. vydanie*. Bratislava: EMKA. 1994. 14 – 55 s. ISBN 80 – 967 – 207 – 9 - 1.

špecializovaných sprostredkovateľov sú krátkodobé špekulácie na trhu, zabezpečovacie operácie, prípadne arbitrážne operácie.¹²

Prostredníctvom inštitucionálnych finančných sprostredkovateľov sa primárne realizuje **nepriame financovanie**. Medzi spomínaných inštitucionálnych sprostredkovateľov zaradujeme:

- depozitné inštitúcie,
- ostatní finanční sprostredkovatelia,
- zmluvné inštitúcie,
- investičné inštitúcie.¹³

1.2.1 Charakteristika inštitucionálnych sprostredkovateľov na finančných trhoch

Komerčné banky

Sú v súčasnosti tak isto, ako aj doteraz najvýznamnejšími sprostredkovateľmi na finančných trhoch. Ich primárnou úlohou je akumulácia voľných finančných prostriedkov a na druhej strane poskytovanie vo forme úverov. Komerčné banky prešli svojim vývojom. Postupne začali vytvárať rôzne investičné nástroje, ako aj poskytovanie služieb, ktoré bezprostredne súvisia s nákupom a predajom týchto investičných nástrojov. Týmto spôsobom vznikol nový smer poskytujúci rôzne špecializované služby, **investičné bankovníctvo**. Do investičného bankovníctva zaradujeme všetky transakcie s cennými papiermi, s finančnými derivátmi a s ostatnými finančnými nástrojmi, s ktorými sa obchoduje na finančných trhoch. Medzi hlavné činnosti investičných bánk patria primárne emisné obchody, vlastné a sprostredkovateľské obchody s investičnými nástrojmi, úschova a správa investičných nástrojov a v neposlednom rade akvizícia emitentov investičných nástrojov. Z pohľadu vytvárania zisku, komerčné banky profitujú z úrokového rozdielu medzi aktívnymi a pasívnymi obchodmi. Ak sa však pozrieme na spôsob, akým vytvárajú zisk investičné banky, ide o odlišný koncept tvorenia zisku. Hlavným zdrojom ich zisku je

¹² HRVOLOVÁ, B. 1994. *Finančný trh – I. vydanie*. Bratislava: EMKA. 1994. 14 – 55 s. ISBN 80 – 967 – 207 – 9 - 1.

¹³ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív. 2014. *Finančné trhy – nástroje a transakcie*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 17 - 28 s. ISBN 978 – 80 – 81680 – 06 – 9.

primárne sprostredkovateľská provízia za poskytnuté služby a rozdiel medzi nákupným a predajným kurzom cenných papierov.

Okrem uvedených funkcií poskytujú banky navyše aj ďalšie špecializované služby ako hypotekárne bankovníctvo, správa portfóliových aktív, lízing, faktoring a forfaiting, finančné, prípadne iné poradenstvo. Zabezpečujú tiež platobný styk, ako aj mnoho ďalších služieb. Významná konkurencia veľkých nebankových subjektov posúva v súčasnej dobe činnosť komerčných bánk do nových aktivít, ktoré už dávno nekorešpondujú s tradičnými konzervatívnymi aktivitami bývalých komerčných bánk. V dnešnej dobe pri pohľade na komerčné banky pozorujeme ich začleňovanie sa do rôznych konsolidovaných celkov prípadne subkonsolidovaných celkov. Tieto celky majú široko diverzifikovanú činnosť s mnohými funkciami podobnými funkciám nebankových inštitúcií.¹⁴

Inštitucionálni sprostredkovatelia

Inštitucionálni sprostredkovatelia spravujú množstvo voľných peňažných prostriedkov a tvoria významnejšiu skupinu investorov. Tieto voľné peňažné prostriedky sú vo forme investičných a podielových fondov, ako aj penzijných fondov. Investičné a podielové fondy sú rozhodujúcimi reprezentantmi kolektívneho investovania. Združujú voľné peňažné prostriedky a vďaka diverzifikácii tak do istej miery odstraňujú, respektíve znižujú riziko. Veľkými finančnými sprostredkovateľmi na finančných trhoch sú v súčasnosti penzijné fondy, ktoré sú často vnímané ako „žraloky finančných trhov“. Disponujú predovšetkým dlhodobými zdrojmi a tie sa pokúšajú aktívne využívať nie iba na národných, ale aj medzinárodných trhoch. Penzijné fondy vytvárajú pre svojich účastníkov na základe ich poistenia kapitalizovaný dôchodok.

Obchodníci s cennými papiermi

realizujú obchody s rôznymi finančnými nástrojmi ako sprostredkovatelia na vlastný účet. Taktiež realizujú emisné obchody, správu a úschovu cenných papierov, riadenie portfólií pre svojich klientov, a zároveň ponúkajú aj služby investičného poradenstva. Činnosť obchodníkov s cennými papiermi sa dnes už riadi pravidlami obozretného podnikania, dodržiavania kapitálovej primeranosti. Popri predpisoch, ktorú sú

¹⁴ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív. 2014. *Finančné trhy – nástroje a transakcie*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 17 - 51 s. ISBN 978 – 80 – 81680 – 06 – 9.

legislatívne definované, a ktorých dodržiavanie je sledované nielen regulačnými a kontrolnými orgánmi sa majú obchodníci s cennými papiermi riadiť aj tzv. morálnym kódexom, ktorý stanovuje pravidlá obchodníka vo vzťahu ku klientom.

Burza a mimoburzové trhy

Ide o inštitúcie, prostredníctvom ktorých sa zabezpečuje verejné obchodovanie s cennými papiermi. Burzy fungujú pod špecifickými legislatívnymi obmedzeniami so špecifickou štruktúrou orgánov. Nový trend však smeruje k expanzii obchodov na mimoburzové trhy. Hlavnými faktormi expanzie sú najmä možnosti obchodovania rizikovejších finančných nástrojov prostredníctvom mimoburzových trhov, obchodovanie cez internet, rozšírenie časového rámca obchodovania a podobne.

Finanční sprostredkovatelia emitujú vlastné - sekundárne cenné papiere. Tieto sekundárne cenné papiere sú určené konečným veriteľom, a zároveň prijímajú cenné papiere od dlžníkov, teda primárne cenné papiere. Sekundárne cenné papiere sú napríklad šekové a úsporné účty, zmluvy o životnom poistení, podiely investičných fondov a podobne. Emitovanie spomínaných sekundárnych cenných papierov je pochopiteľne realizované aj v nízkych menovitých hodnotách. Z toho dôvodu sú ľahšie dostupné aj pre malých investorov. Ich výhodou je nízke riziko insolventnosti, a zároveň vysoká likvidita. Na druhej strane sa naopak stretávame so spoločnosťami, ktorých cieľom je financovanie, čo znamená vysokú sumu úveru. Na realizáciu takejto požiadavky by spoločnosti boli nútené získať túto sumu od množstva drobných vkladateľov. Ak zlúčime tieto malé zdroje financovania v bankách, tak sa v sporiteľniach môžu poskytovať úvery i niekoľkým spoločnostiam v tom istom období.¹⁵

Typy finančných trhov

Rozdelenia finančných trhov sú popisované v rôznych literatúrach na základe rôznych kritérií. Základné členenie, ktoré sa využíva je členenie z hľadiska časového. Finančné trhy tak delíme na peňažný a kapitálový trh. Peňažný trh je vo všeobecnosti chápaný ako trh s krátkodobým finančnými dokumentmi a úvermi, ktorých splatnosť je maximálne 1 rok. Na peňažný trh vstupujú hlavne tí, ktorí čelia prechodnému nedostatku

¹⁵ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív. 2014. *Finančné trhy – nástroje a transakcie*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 17 - 51 s. ISBN 978 – 80 – 81680 – 06 – 9.

prostriedkov a sú nútení si tieto prostriedky požičať. Na druhej strane kapitálové trhy sú určené na financovanie dlhodobých investícií zo strany podnikateľov, domácností, a tak isto aj vlád. Kapitálový trh teda reprezentuje dlhodobé úvery a dlhodobé cenné papiere.

Okrem členenia finančného trhu na peňažný a kapitálový trh, je vhodné poznať aj členenie na primárny a sekundárny trh. Primárny trh je určený pre obchodovanie s novými cennými papiermi, emitovaných a ponúkaných na trh prvýkrát.¹⁶ Sekundárny trh je charakterizovaný naopak tým, že sa na ňom predávajú už predtým emitované cenné papiere. Primárnou úlohou sekundárneho trhu je zabezpečiť likviditu pre investorov do cenných papierov. Sekundárne trhy tak zvyšujú svoju atraktivnosť a vzhľadom na to, že stanovujú aj ceny, urýchľujú obchodovanie aj na primárnom trhu.¹⁷

Literatúra ponúka viacero členení finančných trhov, avšak v našej práci budeme finančné trhy deliť na peňažný trh, kapitálový trh, devízový trh, trh zlata a drahých kovov a poisťovací trh.¹⁸

1.2.2 Charakteristika jednotlivých segmentov finančného trhu

Peňažný trh

Hlavou charakteristikou peňažného trhu je obchodovanie prevažne vo veľkých objemoch s krátkodobými finančnými nástrojmi. Tieto krátkodobé finančné nástroje majú splatnosť kratšiu ako jeden rok. Pri charakterizovaní odlišnosti peňažného a kapitálového trhu sa peňažný trh odlišuje od kapitálového aj ekonomickým určením pohľadávok a záväzkov.

Štát si pomocou peňažného trhu obstaráva prostriedky na krytie krátkodobého deficitu štátneho rozpočtu. Z pohľadu podnikateľského sektoru peňažný trh slúži na získavanie pôžičiek na financovanie bežných prevádzkových potrieb. Banky si na peňažnom trhu upravujú svoju likviditu v súlade s legislatívnymi predpismi medzi sebou, respektíve si vypožičiavajú od centrálnej banky. V stanovenom čase niektoré komerčné banky vykazujú prebytok, pričom iné nedostatok zákonom predpísaných rezerv nad

¹⁶ ČULKOVÁ, K. a kolektív. 2008. *Finančné investovanie*. Košice: Technická univerzita v Košiciach. 2008. 8 - 42 s. ISBN 978 - 80 - 553 - 0132 - 7.

¹⁷ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív. 2014. *Finančné trhy – nástroje a transakcie*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 17 - 51 s. ISBN 978 - 80 - 81680 - 06 - 9.

¹⁸ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív. 2014. *Finančné trhy – nástroje a transakcie*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 42 - 118 s. ISBN 978 - 80 - 81680 - 06 - 9.

minimálnou úrovňou rezerv. Bankové rezervy sa presúvajú z banky do inej banky len v podobe zápisov v účtovných knihách. Obchod s bankovými rezervami umožňuje obchodným bankám zvýšiť efektivitu využívania prostriedkov vďaka možnosti zminimalizovať mieru rezerv, ktoré sa nezhodnocujú. Obrat obchodov takéhoto typu sa väčšinou zvyšuje vtedy, keď centrálna banka presadzuje reštriktívnu monetárnu politiku.

Subjektmi vystupujúcimi na peňažnom trhu, sú v prvom rade veľkí investori, peňažné inštitúcie, podniky, spoločnosti a v istej miere i obyvateľstvo. K nástrojom peňažného trhu patria pokladničné poukážky, ktoré majú krátku dobu splatnosti, depozitné certifikáty, zmenky, akcepty, šeky a podobne.¹⁹ Cenné papiere obchodované na peňažnom trhu majú charakteristické vlastnosti, ako je nízke riziko, menšia volatilita, vysoký stupeň likvidity, a tak isto aj nízky výnos v porovnaní s kapitálovým trhom. Je využívaný subjektmi na zhodnocovanie prostriedkov, ktorými disponujú len dočasne.

Peňažný trh je špecifický, pretože ide o veľmi likvidný trh. Za cenu na tomto trhu považujeme úrok. Podľa úroku sa následne oceňujú všetky druhy aktív, cenných papierov, úvery. Tým pádom úrok vplýva na všetky podstatné makroekonomické ukazovatele akými je aj inflácia, hrubý domáci produkt, nezamestnanosť, respektíve zamestnanosť, bytová výstavba, spotrebiteľské výdaje, investície, hodnota aktív obyvateľstva a podobne. Výška úroku je odvodená od ponuky a dopytu po peňažnom kapitáli, ale v poslednej dobe hlavne monetárnymi intervenciami a celkovou monetárnou politikou centrálnych bánk. Centrálna banka sú vystavované tlakom vlády, podnikateľských subjektov, obyvateľstva a ostatných záujmových skupín. Z toho dôvodu je ich úlohou kontrolovať situáciu na finančných trhoch, a teda aj na peňažnom trhu. Na zmiernenie prípadnej paniky, respektíve na zabezpečenie stability môže centrálna banka zvoliť reštriktívnu alebo expanzívnu monetárnu politiku.²⁰

Existencia viacerých druhov finančných nástrojov zabezpečuje existenciu viacerých úrokových sadzieb. Úrokové sadzby sa odlišujú hlavne vzhľadom na charakter pôžičky alebo dlžníka. Na výšku úrokových sadzieb vplývajú hlavne lehoty splatnosti, likvidita, administratívne náklady a iné faktory. V krajinách s vyspelou ekonomikou je väčšinou pozorovateľná silná kladná korelácia medzi úrokovou mierou trojmesačných pokladničných poukážok, aj keď prémie za riziko a splatnosť sú variabilné, a teda odlišné

¹⁹ HRVOĽOVÁ, B. 1994. Finančný trh – 1. vydanie. Bratislava: EMKA. 1994. 5 - 38 s. ISBN 80 – 967 – 207 – 9 - 1.

²⁰ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív. 2014. *Finančné trhy – nástroje a transakcie*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 42 - 118 s. ISBN 978 – 80 – 81680 – 06 – 9.

každý rok. Ak je v teórii spomínaná úroková miera všeobecne, hovorí o úrokovej miere z krátkodobých štátnych cenných papierov.

Pri úroku rozlišujeme dva druhy. Nominálnu úrokovú mieru a reálnu úrokovú mieru.

Nominálna úroková miera – je úroková miera peňazí vyjadrená v peniazoch, napríklad 1 % z objemu požičaného kapitálu.

Reálna úroková miera – je korigovaná o infláciu. Definícia reálnej úrokovej miery je nominálna úroková miera mínus miera inflácie.²¹

Kapitálový trh

Hovoríme o trhu strednodobého a dlhodobého kapitálu, ktorý je určený na financovanie investícií, z čoho vyplýva základný rozdiel medzi peňažným a kapitálovým trhom. Na kapitálovom trhu ako jedného zo subsegmentov finančného trhu sa zhromažďujú a rozdeľujú strednodobé a dlhodobé peňažné prostriedky na základe voľnosti obchodovateľnosti cenných papierov. Kapitálový trh sa často označuje aj ako trh cenných papierov, respektíve trh akcií. Tieto názvy sa vo všeobecnosti považujú za menej presné ako kapitálový trh. Prvý je oveľa širší pojem, pretože obsahuje i cenné papiere peňažného trhu, dispozičné cenné papiere a podobne, s ktorými sa na kapitálovom trhu neobchoduje. Druhý názov je naopak užší v porovnaní s kapitálovým trhom. Okrem akcií vylučuje aj iné nástroje obchodované na kapitálovom trhu, medzi ktoré sa zaraďujú vládne cenné papiere, prípadne cenné papiere miestnych samosprávnych celkov, obligácie spoločností a podnikov, hypotekárne záložné listy, podielové listy, deriváty a podobne.

Medzi subjekty kapitálového trhu sa zaraďujú spoločnosti, banky, poisťovne, investičné spoločnosti, orgány verejného sektora, medzinárodné i národné inštitúcie a dnes už čoraz častejšie aj obyvateľstvo.²²

Oproti peňažnému trhu, kde bol cenou úrok, pri kapitálovom trhu hovoríme o cene vyjadrenej ako kurzy cenných papierov, predkupných práv, opcií. Kapitálový trh členíme na primárny a sekundárny. Primárny trh, označovaný aj trh nových cenných papierov, dochádza k umiestňovaniu emitovaných cenných papierov u rôznych kupcov, ktorými

²¹ HRVOĽOVÁ, B. 1994. Finančný trh – 1. vydanie. Bratislava: EMKA. 1994. 5 - 38 s. ISBN 80 – 967 – 207 – 9 - 1.

²² CHOVANCOVÁ, B. a kolektív. 2014. *Finančné trhy – nástroje a transakcie*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 32 - 143 s. ISBN 978 – 80 – 81680 – 06 – 9.

môžu byť aj jednotlivci. Emitent získava peniaze na investície práve pri predaji svojich cenných papierov na primárnom trhu. Cenné papiere sa môžu v časovom období od emitovania cenných papierov až do splatnosti ďalej obchodovať na sekundárnom trhu, čím sa zvyšuje ich likvidita. Sekundárny trh podporuje obchodovanie v značnej miere. Ak by nebola možnosť predat' cenné papiere pred lehotou splatnosti, kupcov by bolo oveľa menej a celkové objemy obchodov by boli oveľa nižšie. Zapríčiňuje to fakt, že ak je investor viazaný a nemá flexibilitu, vyžaduje za to vyššiu odmenu. Tým pádom by v takom prípade boli oveľa vyššie úroky alebo dividendy.²³ Sekundárny trh umožňuje ekonomickým subjektom flexibilne meniť štruktúru svojich aktív bez toho, aby sa museli viazať na emitenta. Emitent na sekundárnom trhu už z cenného papiera nezískava žiadne peňažné prostriedky.

Sekundárny trh poznáme v dnešnej dobe v dvoch podobách, a to ako neorganizovaný a organizovaný.

Tieto trhy sú organizované dvomi spôsobmi. Jeden variant je organizovanie pomocou peňažných búrz a druhým variantom sú mimoburzové trhy, formou tzv. OTC voľne dostupných trhov, na ktorých sa predáva značná časť cenných papierov.²⁴

Devízový trh

Devízové transakcie sú uskutočňované na devízovom trhu. Ide o nákup, respektíve predaj jednej národnej meny za menu druhú. Dopyt a ponuka po cudzích peniazoch je vytváraná v dôsledku dopytu a ponuky po zahraničných tovaroch, službách alebo iných aktívach. Cena čiže devízový kurz je určený na základe dopytu a ponuky po devízach. Tento kurz je určený na základe istých podmienok, ktoré sú definované charakterom kurzového systému, ku ktorému mena patrí. Kurzový systém je definovaný ako súbor pravidiel, dohôd a inštitúcií, na základe, ktorých sa uskutočňujú, a taktiež inkasujú platby v rámci transakcií, ktoré presahujú územie krajín.

Devízový kurz je dôležitý z hľadiska vplyvu na výkonnosť ekonomiky, čo sa odráža v ekonomických ukazovateľoch jednotlivých krajín. Preto je nevyhnutné, aby centrálné banky neustále kontrolovali stabilitu meny svojej krajiny a pri prípadných

²³ HRVOLOVÁ, B. 1994. Finančný trh – 1. vydanie. Bratislava: EMKA. 1994. 5 - 38 s. ISBN 80 – 967 – 207 – 9 - 1.

²⁴ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív. 2014. *Finančné trhy – nástroje a transakcie*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 32 - 143 s. ISBN 978 – 80 – 81680 – 06 – 9.

rizikách nestability reagovali tak, aby stabilitu zabezpečili. Devízový kurz má priami vplyv na zahraničný obchod, HDP, infláciu a iné dôležité makroekonomické ukazovatele. Centrálné banky jednotlivých ekonomík sa snažia intervenovať pomocou nákupov a predajov pravidelne, vzhľadom na dosiahnutie dlhodobých ekonomických cieľov, ktoré si stanovili. Intervencie centrálnych bánk však nie sú neobmedzené. Z jednej strany sú limitované množstvom prostriedkov, ktorými disponujú, teda štátnymi rezervami. Na strane druhej aj v prípade, ak by štátne rezervy boli dostačujúce a z tejto stránky intervencia neobmedzená, vzniká problém pri umelom posune devízového kurzu na úroveň, ktorej stav a rýchlosť rastu ekonomiky nezodpovedajú. Takáto divergencia môže spôsobiť ekonomický kolaps, prípade iné nežiadúce efekty, akými sú vysoká inflácia, deflácia a podobne.²⁵

Obdobne ako devízový kurz vplýva na ekonomické veličiny, vplývajú aj rôzne faktory na devízový kurz. Medzi tieto faktory zaradujeme napríklad clá, infláciu, kvóty, preferencie domáce, respektíve preferencie zahraničného tovaru, produktivita práce, domáce, a taktiež zahraničné úrokové sadzby, diferencie v miere rastu peňažných zásob a zmeny v očakávaní budúceho kurzu. Zmeny vo vývoji spomínaných faktorov sú príčinou pohybu devízových kurzov. Aj na základe toho môžeme povedať, že sa devízový trh zaraduje medzi ostatné trhy, pri ktorých budúci vývoj vieme len veľmi ťažko predpovedať.

Devízový trh je s najväčšou pravdepodobnosťou trh s najväčšou konkurenciou. Aj z toho dôvodu ide o veľmi dynamický trh. Na tomto trhu s miliónmi účastníkov sa nakupuje zahraničná mena pre všetky banky, finančné inštitúcie a všetky iné subjekty, ktoré sú zapojené do zahraničného obchodu. Z toho dôvodu je volatilita devízového trhu v časoch paniky veľmi vysoká.

Okrem funkcie vyrovnávania platieb medzi krajinami slúži devízový trh aj na zabezpečovanie úveru a poistenia proti devízovým rizikám tzv. hedging. Poznáme rôzne spôsoby, akými je hedging možné realizovať. Okrem zabezpečovania obchodných pozícií sa na devízovom trhu uskutočňujú veľmi často aj špekulatívne obchody za účelom využiť pohyb menových kurzov a realizovať zisk.²⁶

²⁵ HRVOLOVÁ, B. 1994. Finančný trh – 1. vydanie. Bratislava: EMKA. 1994. 5 - 38 s. ISBN 80 – 967 – 207 – 9 - 1.

²⁶ tamtiež

Trh drahých kovov

Trh drahých kovov zahrňuje trh zlata, striebra, platiny a paládia. Trh zlata je však najvýznamnejší, ktorý vystupuje aj ako hlavný reprezentant trhu drahých kovov. Na trhu drahých kovov nastali veľké zmeny koncom minulého storočia, keď v roku 1971 bol zrušený zlatý štandard. Zlatý štandard znamenal možnosť vymeniť dolár za zlato. Po jeho demonetizácii ostala väčšina držby zlata v rukách vlád, MMF a iných subjektov voľného trhu. Zlato tak prestalo byť svetovými peniazmi, avšak naďalej tvorí súčasť menových rezerv spolu s dolármi, eurom a podobne. V prípade, ak by sa platobná bilancia dostala do závažných problémov, majú vlády k dispozícii možnosť predaja zlata alebo možnosť založenia zlata a získať tak prostriedky, nutné na vyrovnanie salda platobnej bilancie.

Obchodovanie so zlatom sa sústreďuje vo veľkom vo finančných metropolách, akými sú Londýn, Zürich, Frankfurt, Paríž, Winnipeg, New York, Chicago, Los Angeles, Abu Dhabí, Kuvajt, Singapúr, Panama, Karakas, Hongkong, Tokio, a podobne.

Zlato sa váži v medzinárodnom obchode v trójskych unciach. Obchody sú následne realizované v zlatkách o hmotnosti 350 – 450 trójskych uncí. Rýdzosť zlata musí byť najmenej 995-tisícinová so zárukou niektorej z poverenej medzinárodnej pobočky. Cena zlata sa na základe prebiehajúcich obchodov neustále mení, je pohyblivá. V období poslednej dekády zlato zaznamenalo neuveriteľné turbulencie.

Obchodovanie s drahými kovmi je pomerne odlišné od obchodovania v prípade cenných papierov. Najpodstatnejším rozdielom pri obchodovaní s drahými kovmi je ich dodanie a úschova. Fyzická dodávka a vyzdvihnutie sa uskutočňuje v bankách, prípade iných inštitúciách. Poverujú sa prepravné spoločnosti. Dopravné a poisťovacie náklady znáša zákazník, tak isto ako aj dovozné clá alebo dane, a to v prípade, ak ide o lodnú dopravu v zahraničí.

V prípade obchodovania so zlatom predstavuje ponuku nová produkcia, respektíve predaje centrálnych bánk. Na druhej strane dopyt predstavujú nákupy pre menové účely, priemyselné a umelecké spracovanie a podobne.²⁷

²⁷ HRVOLOVÁ, B. 1994. Finančný trh – 1. vydanie. Bratislava: EMKA. 1994. 5 - 38 s. ISBN 80 – 967 – 207 – 9 - 1.

Poist'ovací trh

Trh poistenia a zaistenia. Poist'ovne sa v literatúre často začleňujú do peňažného trhu. Osobitné služby poskytované poist'ovňami, ako aj dĺžka trvania poistnej ochrany nás však oprávňujú tento trh vyčleniť ako osobitný aspekt finančného trhu.²⁸

Na poistnom trhu pôsobí ponuka a dopyt po poistnej ochrane. Produkty poist'ovní sa v dnešnej dobe rozrastajú a portfólia ponuky sa mení veľmi dynamicky. Cenou na poistnom trhu je poistné. Podmienená návratnosť a neekvivalentnosť sú zvláštnosti tohto špecifického trhu. V prípade podmienenej návratnosti hovoríme, že k návratnosti dôjde iba v tom prípade, ak budú splnené určité podmienky, teda poistná príhoda. Neekvivalentnosť predstavuje fakt, že vrátená peňažná suma v prípade, ak poistná príhoda vznikla, je vždy odlišná od sumy, ktorú subjekt predtým za poistenie zaplatil.²⁹

Poist'ovne v súčasnosti nezabezpečujú svoju činnosť neohraničene len na trhu poistnom a na trhu zaistenia, ale vstupujú aj na trh peňažný a kapitálový, pretože disponujú veľkou masou prostriedkov.³⁰

„Efektívne fungujúci finančný trh je predpokladom vyspelejšej ekonomiky.“³¹

Hypotéza efektívnych trhov

Predpoklad, že ceny odrážajú všetky relevantné a všeobecne dostupné informácie sa označuje hypotéza efektívnych trhov. Autorom tejto hypotézy je označovaný Eugene Fama. Eugene Fama do značnej miery nadviazal na svojich predchodcov ako P. Samuelson. Prvé zmienky o hypotéze efektívnych trhov pochádzajú z Francúzska, kde v roku 1900 prezentoval svoj výskum matematik Bachelier. Tento výskum bol zameraný na pohyby cien akcií na francúzskej burze. Po intenzívnom skúmaní sa Bachelier domnieval, že neexistuje zaručený spôsob ako zbohatnúť na finančných trhoch, pretože neexistuje žiadne pravidlo, na základe ktorých by sa ceny vyvíjali. Závery skúmania

²⁸ HRVOĽOVÁ, B. 1994. Finančný trh – 1. vydanie. Bratislava: EMKA. 1994. 5 - 38 s. ISBN 80 – 967 – 207 – 9 - 1.

²⁹ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív. 2014. *Finančné trhy – nástroje a transakcie*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 32 - 143 s. ISBN 978 – 80 – 81680 – 06 – 9.

³⁰ HRVOĽOVÁ, B. 1994. *Finančný trh – 1. vydanie*. Bratislava: EMKA. 1994. 45 - 56 s. ISBN 80 – 967 – 207 – 9 - 1.

³¹ Efektívne fungujúci finančný trh [online]. 2015. [cit. 2015-03-21]. Dostupné na internete: <<http://www.econ.iastate.edu/classes/econ308/tesfatsion/>>

predpokladali pohyb ceny akcii formou „náhodnej prechádzky“ (tzv. random walk). Inak povedané, ceny akcií sa vyvíjali v každom skúmanom časovom úseku ľubovoľným smerom, pričom veľkosť tejto zmeny bola tiež ľubovoľná. Táto teória nepriniesla veľa úspechu vo svojej dobe. Uznanie svetových ekonómov si získala až približne 50 rokov neskôr, keď bola táto práca znovuobjavená v knižnici a spopularizovaná medzi odborníkmi v tejto oblasti. Hypotéza efektívnych trhov predpokladá naplnenie istých predpokladov.³²

Predpoklady efektívneho fungovania trhu sú determinované nasledovne:

1. Neexistujú žiadne transakčné náklady pri obchodovaní cenných papierov.
2. Všetky informácie sú voľne dostupné pre všetkých účastníkov trhu.³³
3. Všetci sa zhodujú na vplyve danej informácie na aktuálne ceny a na vplyve na budúce ceny jednotlivých cenných papierov.

Na trhu, ktorý spĺňa hore uvedené podmienky, je jednoznačné, že všetky ceny reflektujú všetky dostupné informácie. Na základe teórie efektívnych trhov cena aktív odráža jednotlivé existujúce informácie o konkrétnom aktíve, ako aj očakávania účastníkov trhu o vývoji ceny tohto aktíva. Za predpokladu, že každý účastník trhu je dokonale racionálny a má prístup k všetkým informáciám, nevzniká dôvod na zmenu ceny obchodovaného aktíva. V skutočnosti nie je dôvod na to, aby sa cena akcie menila. Teória oceňovania aktív zahrňuje predpoklad, že účastníci trhu budú medzi sebou obchodovať len v malej miere. Ak je každý investor racionálny, obchodovať bude len vtedy, keď jeden z investorov bude disponovať novou a významnou informáciou. Podobné informácie sa však neobjavujú často. Navyše sa o nich jednotliví investori dozvedia v približne rovnakom čase. Vzniká tak otázka, prečo teda ľudia obchodujú? Ľudia však obchodujú z rôznych dôvodov. Niektorými z nich sú cenová arbitráž, získanie likvidity alebo prehodnotenie štruktúry portfólia. Výskyt udalostí podstatných pre zmenu ceny finančného aktíva je náhodný, a preto by sa aj ceny kapitálových aktív mali vyvíjať náhodne. Z toho môžeme konštatovať, že vzhľadom na nepredvídateľnosť náhodných udalostí sa nedá predvídať ani vývoj cien aktív a nikto nemôže zarobiť v dlhodobom horizonte viac ako je priemerný výnos na trhu.

³² Fama, E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, 383 - 417. In: *American Finance Association*. [online]. 2010. [cit. 2015-03-31]. Dostupné na internete:

<<http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf>>

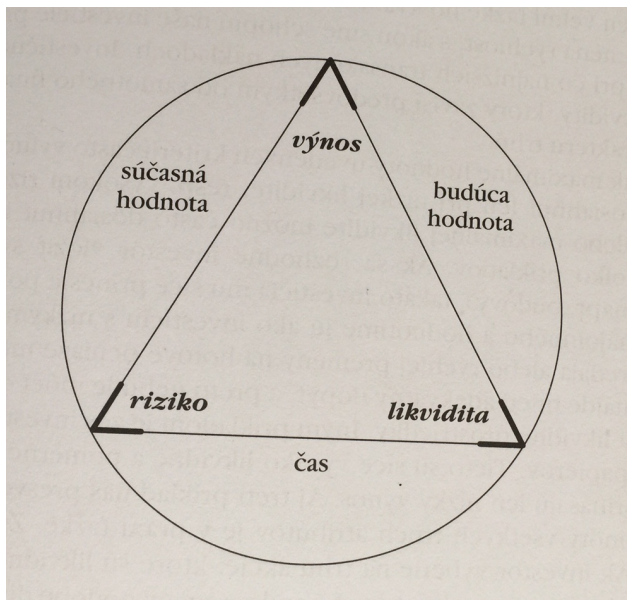
³³ BALÁŽ, V. 2009. *Riziko a neistota – Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*. Bratislava: VEDA. 2009. 112 – 175, 210 - 309 s. ISBN 978 – 80 – 22410 – 82 – 3.

Časté obchodovanie je znakom iracionálneho správania a presvedčenia jedného účastníka trhu, že má viac respektíve kvalitnejšie informácie ako ostatní účastníci trhu.³⁴

1.3 Kritéria rozhodovania pri investovaní do finančných nástrojov

Základnými kritériami pri investovaní sú výnos, bezpečnosť a likvidita. Pri všetkých troch kritériách sa snažíme nájsť najvyššie hodnoty. Najvyšší výnos, maximálnu bezpečnosť, a tak isto aj maximálnu likviditu. Ide o známy magický trojuholník podnikania, ktorý je situovaný v investičnom priestore a čase. Magický trojuholník investovania respektíve podnikania zobrazuje obrázok číslo 1.

Obrázok č. 1: Magický trojuholník investovania



Zdroj: CHOVANCOVÁ, B. a kolektív. 2014. *Finančné trhy – nástroje a transakcie*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 65 s. ISBN 978 – 80 – 81680 – 06 – 9.

Základné vrcholy tohto magického trojuholníka sú charakterizované nasledovne.

1.3.1 Výnos

predstavuje všetky príjmy plynúce z investície od časového okamihu, kedy sa investor rozhodne vložiť svoje prostriedky do tejto investície, až do momentu posledného

³⁴ BALÁŽ, V. 2009. *Riziko a neistota – Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*. Bratislava: VEDA. 2009. 112 – 175, 210 - 309 s. ISBN 978 – 80 – 22410 – 82 – 3.

príjmu z konkrétnej investície. Môžeme povedať, že je to odmena investora. Pri finančnom investovaní musí investor kalkulovať s tým, že nie vždy je výnos zaručený. Z toho dôvodu musí vychádzať a rozlišovať očakávaný výnos od historických výnosov. Historický výnos bol dosiahnutý z investície už v minulosti. Na druhej strane očakávaný výnos je výnos prognózovaný a očakáva sa v budúcnosti.

Všetky výnosy z investičných nástrojov obsahujú dve zložky:

- dôchodok,
- kapitálové zisky, respektíve straty.

Dôchodok z investičného nástroja predstavuje jednu, respektíve viacero hotovostných platieb, ktoré sú vyplácané vždy v istých intervaloch, respektíve v stanovených termínoch.³⁵

Kapitálový zisk vzniká, keď predajná cena nástroja prevyšuje jeho nákupnú cenu. V prípade, že je nákupná cena vyššia ako predajná cena, investor vykáže stratu. Investor je zainteresovaný viac na rozdiel predajnej a nákupnej ceny ako na dôchodku, ktorý z tohto nástroja plyní.

1.3.2 Riziko

sa vždy vyjadruje ako určitý stupeň neistoty, ktorý sa týka očakávaných výnosov. Riziko predstavuje pre investora nebezpečenstvo nedosiahnutia očakávaného výnosu. Z toho vyplýva, že toky peňazí, ktoré plynú z jednotlivých nástrojov nie sú zabezpečené. Riziko je veličina, na ktorú vplýva viacero faktorov, respektíve kombinácia faktorov a je veľmi ťažké ho kvantifikovať.³⁶

1.3.3 Likvidita

vyjadruje rýchlosť, ktorou sme schopní premeniť naše investície späť na hotové peniaze s čo najnižšími transakčnými nákladmi. Investičné nástroje disponujú s rôznymi stupňami likvidity, ktorý závisí hlavne od konkrétneho finančného nástroja, ale tak isto aj od charakteru trhu.

³⁵ KLIŠTIK, T. 2008. *Investment management: Financial investments: Európsky sociálny fond – 1. vydanie*. Žilina: Žilinská univerzita. 2008. 5 - 26 s. ISBN 978 – 80 – 80709 – 50 – 1.

³⁶ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív. 2014. *Finančné trhy – nástroje a transakcie*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 75 s. ISBN 978 – 80 – 81680 – 06 – 9.

V praxi sa stretávame s investičnými príležitosťami, ktoré maximálne hodnoty jednotlivých kritérií často vylučujú. Maximálny výnos môžeme dosiahnuť pri maximálnom riziku alebo nízkej likvidite. Oproti tomu pri minimálnom riziku a vysokej likvidite môžeme dosiahnuť iba minimálny zisk. Nájsť investíciu na trhu, ktorá je spojená s maximálnym výnosom a maximálnou bezpečnosťou pri maximálnej likvidite je prakticky nemožné. Investor môže dosiahnuť dve kritériá, ale tretie splní už len ťažko.³⁷

1.4 Definovanie hlavných skupín investičných nástrojov

V tejto časti práce sa zameriame na identifikáciu jednotlivých skupín investičných nástrojov, ktoré sa pri investovaní na finančných trhoch využívajú najbežnejšie. Neskôr v praktickej časti sa budeme venovať vybraným nástrojom, na ktorých budeme analyzovať ekonomické vplyvy.

1.4.1 Akcie

Akcia je majetkovým cenným papierom. Akcia reprezentuje podiel na základnom kapitáli spoločnosti. Menovitá hodnota je presne stanovená a uvádza sa v peňažných jednotkách. Akcie môžu byť listinné a zaknihované. Čoraz častejšie sa stretávame so zaknihovanými akciami. Ide o zápis v pamäti počítača, čím sa znižuje administratívna záťaž, a taktiež náklady. Listinné akcie sú naopak emitované a majú fyzickú podobu.

Akcie ďalej poznáme kmeňové a prioritné. Pri akciách má každý akcionár práva, ktoré mu nákupom akcií prislúchajú. Ide o právo zúčastniť sa na valnom zhromaždení, právo hlasovať podľa pomeru vlastníctva kapitálu alebo iných podmienok, ktoré môžu byť pre jednotlivé akcie rozdielne. Základnou výhodou prioritných akcií oproti kmeňovým je prioritný nárok na zisk. V prípade, ak by sa nedosiahol dostatočný zisk na uspokojenie všetkých akcionárov, prvým akcionárom, ktorým budú vyplatené dividendy sú prioritný akcionári, a to aj za cenu toho, že kmeňovým akcionárom by nebol vyplatený žiaden zisk.

Na to, aby investori, obyvateľstvo alebo ktokoľvek získal stručné informácie o vývoji určitého akciového trhu je k dispozícii nástroj nazývaný akciový index. Akciový index tiež slúži aj ako benchmark, teda merítko priemernej výnosnosti daného trhu, oproti ktorému môžeme porovnávať úspešnosť investovania správcov fondov. Skoro každá burza,

³⁷ KLIEŠTIK, T. 2008. *Investment management: Financial investments: Európsky sociálny fond – 1. vydanie*. Žilina: Žilinská univerzita. 2008. 5 - 26 s. ISBN 978 – 80 – 80709 – 50 – 1.

respektíve mimoburzovní trh majú svoj index. Na kapitálových trhoch sa používajú stovky indexov. Rozdielne sú rozsahom trhu a spôsobom výpočtu indexu. Existujú indexy výberové a súhrnné. Výberové indexy obsahujú len istú vzorku akcií ako je napríklad Dow Jones Industrial Average alebo Standards and Poor 500. Súhrnné indexy obsahujú všetky akcie danej burzy, či trhu. Ide napríklad o Nasdaq Composite, ktorý zahŕňa všetky akcie obchodované na tomto trhu. Výhodou súhrnných indexov je väčšia reprezentatívnosť celého trhu z dôvodu, že index sa nevypočítava iba podľa vývoja cien najlepších a najatraktívnejších spoločností, ale aj podľa vývoja cien spoločností, ktoré majú menšiu kapitalizáciu alebo sú menej zaujímavé.^{38 39}

1.4.2 Drahé kovy

Drahé kovy patria do skupiny komodít, ktoré sa skoro presne riadia modelom nákladov prenosu. V spojitosti s drahými kovmi je jednoduchá arbitráž hotovosti a prenosu, a taktiež reverzná arbitráž hotovosti a prenosu, a to z dôvodu, že predaj na krátko je vcelku dostupný. Sú možné takéto kváziarbitráže, pretože existujú niektoré spoločnosti, ktoré disponujú veľkými zásobami drahých kovov. Spoločnosti tohto typu môžu predaj na krátko napodobniť akoby predajom časti svojich zásob.

Zo všetkých drahých kovov môžeme považovať zlato za najpopulárnejšie z hľadiska investovania. Investori väčšinou nakupujú zlato z dôvodu diverzifikovania rizika. Trh so zlatom je taktiež miesto pre rôznorodé špekulatívne obchody podobne ako je tomu aj na iných trhoch. Na trhu so zlatom sa tieto špekulácie realizujú pomocou futures kontraktov alebo derivátov. Cena zlata sa v minulosti dala popísať aj koreláciou medzi cenou ropy. Aj z toho dôvodu sa zdôvodňovali silné nákupy zlata v časoch ekonomickej krízy. Zlato sa teda považuje za bezpečný prístav, v časoch ekonomického napätia a nestability. Z toho dôvodu zvykne byť okrem diverzifikácie používaný aj ako prostriedok hedgingu.⁴⁰

³⁸ ČULKOVÁ, K. a kolektív. 2008. *Finančné investovanie*. Košice: Technická univerzita v Košiciach. 2008. 12 - 41 s. ISBN 978 - 80 - 553 - 0132 - 7.

³⁹ BIKÁR, M. 2012. *Finančné investície – 1.vydanie*. Bratislava: EKONÓM. 2012. 51 - 97 s. ISBN 978 - 80 - 22534 - 44 - 4,

⁴⁰ JELÍNEK, J. 2002. *Finanční a komoditní deriváty*. Praha: Grada Publishing. 2002. 55 s. ISBN 80 - 247 - 0342 - 4.

1.4.3 Spotový menový kurz

Menový kurz je pomer výmeny dvoch mien. To znamená, že cena jednej meny je vyjadrená v inej mene. Plávajúci menový kurz je ovplyvňovaný veľkým počtom faktorov. Z dlhodobého hľadiska reaguje na platobnú bilanciu s tým, že naopak zmena menového kurzu pôsobí spätne na platobnú bilanciu. V krátkodobom horizonte je plávajúci menový kurz ovplyvňovaný špekuláciami a býva vysoko volatilný. Príčinou je fakt, že trh sám o sebe veľmi obtiažne hľadá rovnovážny menový kurz a tým pádom dochádza k silným výkyvom. Z dôvodu, že táto volatilita destabilizuje medzinárodný obchod, centrálné banky sa niekedy snažia stabilizovať krátkodobé výkyvy menového kurzu bez toho, aby pôsobili proti dlhodobému trendu. Používajú teda riadený plávajúci menový kurz.

K stabilizácii menového kurzu využívajú slovné intervencie, či kúpu a predaj cudzích mien za domácu menu tzv. cudzomenové intervencie. Kúpa a predaj cudzích mien centrálnou bankou mení výšku jej cudzomenových rezerv. Túto stratégiu je možné taktiež používať k vyvíjaniu politického tlaku na inú krajinu s tým, že sa kupuje alebo predáva ich mena. Menový kurz meny konkrétnej krajiny je možné posilniť zvýšením úrokových sadzieb a oslabiť znížením úrokových sadzieb.⁴¹ Oslabujúci menový kurz danej meny zvyšuje ceny dovozu, čo môže viesť k dovoznej inflácii. Naopak posilňujúci menový kurz danej meny spôsobuje, že vývoz sa stáva nekonkurenčným, čo vedie k poklesu exportu a poklesu rastu HDP. Niektoré menšie krajiny používajú pevný/fixný menový kurz.

Najlikvidnejší menový pár na svete je EUR/USD, ktorý môžeme vyjadriť aj ako množstvo dolára Spojených štátov amerických, ktoré je potrebné na nákup jedného Eura. EUR/USD je najsledovanejším menovým párom, pretože jeho vývoj odráža z veľkej časti budúci vývoj nielen v ekonomikách USA a Európy, ale aj predpoklad vývoja celosvetovej ekonomiky. Dá sa povedať, že všetko, čo sa na svete obchoduje, celý medzinárodný obchod, je naviazaný či už priamo alebo nepriamo na menový pár EUR/USD. Tento menový pár je obchodovaný najčastejšie aj z toho dôvodu, že všetky menej likvidné meny sa pri výmene za iné menej likvidné meny transformujú na USD a následne sa pretransformujú do požadovanej meny.⁴²

⁴¹ JÍLEK, J. 2005. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. Praha: Grada Publishing. 2005. 184 s. ISBN 80 - 247 - 109 - 9 - 4.

⁴² tamtiež

1.5 Centrálna banka – fiškálna politika, monetárna politika a nástroje, s ktorými ovplyvňuje ponuku peňazí

Centrálna banka je bankou štátu - bankou bánk. Zodpovedá za emisiu obeživa v štáte a priamo, respektíve nepriamo za množstvo úverov v obehu, a taktiež za výšku úrokových sadzieb. Hlavnou a zákonnou povinnosťou centrálnych bánk je zabezpečiť stabilitu mien v ekonomikách, v ktorých pôsobia. Stabilita domácej meny je nevyhnutá pre tzv. zdravie ekonomiky. Centrálna banka môže a dokáže regulovať rozsah bankových zdrojov, a tým pádom ponuku peňazí. Ponukou peňazí zjednodušene rozumieme množstvo peňazí v obehu. Centrálna banka vykonáva aj ďalšie dôležité funkcie. Regulyovanie správania bánk pomocou stanovenia pravidiel ich činnosti pre bankový systém patrí medzi jednu z nich. Ďalej poskytuje bankové služby a zabezpečuje styk so zahraničnými centrálnymi bankami. Centrálna banka existujú a predpokladá sa ich efektívne fungovanie a plnenie ich funkcií v prípade, ak je zabezpečená nezávislosť centrálnej banky od vlády. Plnú nezávislosť centrálnych bánk od vlády však majú len niektoré krajiny. V súčasnej dobe sa presadzuje posilňovanie nezávislosti centrálnych bánk.⁴³ Nezávislosťou centrálnej banky je tiež podmienený vstup do Eurozóny. Činnosť centrálnej banky a jej realizácia monetárnej politiky zahŕňa činnosti, ktoré vplyvajú na jej súvahu. Základné položky podstatné pre analýzu mechanizmu regulovania peňažnej zásoby uvádza tabuľka č. 1.

Tabuľka č. 1.: Súvaha centrálnej banky

Súvaha centrálnej banky	
Aktíva	Pasíva
Vládne cenné papiere	Obeživo
Úvery obchodným bankám	Bankové rezervy

Zdroj: vlastné spracovanie

Medzi hlavné pasíva centrálnej banky zaraďujeme obeživo a bankové rezervy. Vzrast týchto pasív povedie k vzrastu peňažnej zásoby. Obeživo predstavuje objem hotových peňazí v držbe verejnosti, čiže mimo bankového systému. Hotovosť držaná bankovými inštitúciami je zaradená ako súčasť rezerv, a taktiež predstavuje pasíva

⁴³ HONTYOVÁ, K., LISÝ, J., MAJDÚCHOVÁ, H. 2014. *Základy ekonómie a ekonomiky*. Bratislava: EKONÓM. 2014. 21 - 161 s. ISBN 978-80-225-3823-7.

centrálnej banky. Obeživo vydávané centrálnou bankou je dôležitou zložkou peňažnej zásoby.

Bankové rezervy predstavujú vklady obchodných bánk v centrálnej banke, ako aj hotovosť fyzicky držanú bankami. Rezervy predstavujú pre obchodné banky aktíva, naopak pre centrálnu banku pasíva. Rezervy sú teda základom pre multiplikačnú tvorbu vkladov, čiže ponuku peňazí. Prírastok rezerv predstavuje budúci prírastok úrovne vkladov, a tým pádom aj ponuky peňazí.

Tieto aktíva v súvahe centrálnej banky zohrávajú dôležitú úlohu preto, lebo zmeny v položkách aktív vedú k zmenám v rezervách bánk, a tak isto aj zmenám v peňažnej zásobe.

Centrálna banka môže zmenami v držbe vládnych cenných papierov meniť zdroje bánk, a tým určovať aj celkovú ponuku peňazí v danej ekonomike.

Centrálna banka má možnosť systému poskytovať úvery, konkrétne úvery obchodným bankám, ktoré sú zaťažené úrokovou mierou. Prípadné zvýšenie poskytovaných úverov môže byť tak isto zdrojom zvýšenia peňažnej zásoby.⁴⁴

1.5.1 Ponuka peňazí a vplyv na monetárnu bázu

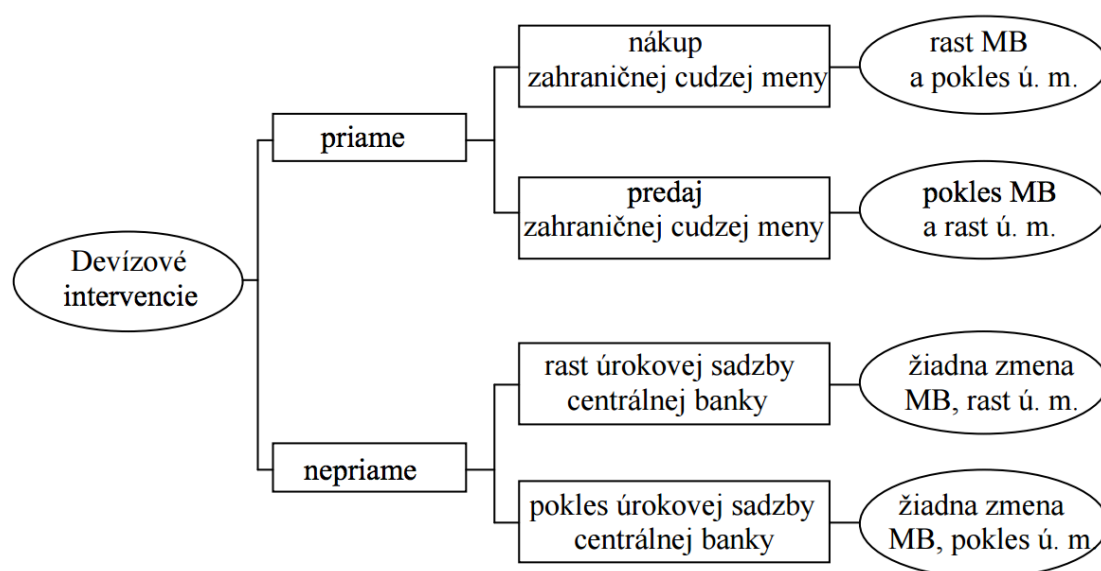
Centrálna banka reguluje ponuku peňazí a podmienky úverovania pomocou všeobecných a špecifických nástrojov. Ak uskutočňuje politiku reštriktívnu politiku, tzv. politiku drahých peňazí, vedie to k rastu úrokových sadzieb, a taktiež k zníženiu investícií a agregátneho dopytu. To vyvoláva tlak na jednej strane na zníženie dôchodkov a na druhej strane zníženie inflácie. Pri realizovaní reštriktívnej menovej politiky hrozí rast nezamestnanosti. Ak centrálna banka realizuje expanzívnu politiku tzv. politiku lacných peňazí, v tom prípade úrokové sadzby klesajú. Expanzívna politika podporuje rast investícií a agregátny dopyt, čím sa stimuluje hospodárska aktivita. Následný nárast zamestnanosti môže viesť k rastu inflácie. Môžeme teda povedať, že centrálna banka môže pomocou kontroly masy peňazí v ekonomike vplývať na základné makroekonomické ukazovatele ako napríklad infláciu, HDP, a tiež zamestnanosť.

⁴⁴ URAMOVÁ, M., LACOVÁ, Ž., HRONEC, M. 2010. Makroekonómia I. Banská Bystrica: Univerzita Mateja Bela v Banskej Bystrici. 2010. 120 - 231 s. ISBN 978-80-557-0043-4.

Centrálna banka môže ovplyvňovať pomocou regulácie bankových zdrojov tvorbu peňazí. V zjednodušenom modeli multiplikačnej tvorby vkladov vychádzame z určitých zjednodušení. Predpokladom je, že obchodné banky nedržia prebytočné rezervy, a že ekonomické subjekty taktiež nedržia hotovosť, pričom rezervy sú pod plnou kontrolou centrálnej banky, ktorá takýmto spôsobom reguluje ponuku peňazí.

V praxi sa však stretávame so zložitejšou situáciou, kedy do procesu ovplyvňovania ponuky peňazí vstupujú ďalší aktéri, akými sú obchodné banky, nebanková verejnosť, a tak ďalej. V reálnom svete preto centrálna banka dokáže lepšie kontrolovať monetárnu bázu než rezervy. Toto tvrdenie potvrdzuje aj nasledovaná tabuľka, ktorá zobrazuje vplyvy monetárnych nástrojov na úrokovú sadzbu, respektíve monetárnu bázu.⁴⁵

Obrázok č. 2: Monetárne nástroje centrálnych bánk a ich vplyv na monetárnu bázu



zdroj: KOTLEBOVÁ, J., SOBEL, O. 2007. Menová politika. Bratislava: IURA EDITION, 2007. 161 s.
ISBN 978-80-8078-092-0

Na základe popísanej štruktúry môžeme konštatovať, že monetárna báza ako aktíva centrálnej banky pozostáva z dvoch častí. V prvom rade ide o časť, ktorá je plne kontrolovaná centrálnou bankou a súvisí s operáciami na voľnom trhu. Ide o nevypožičanú monetárnu bázu. V druhom prípade ide o časť, ktorú kontroluje centrálna banka s menšou

⁴⁵ KOTLEBOVÁ, J., SOBEL, O. 2007. Menová politika. Bratislava: IURA EDITION, 2007. 156 - 212 s.
ISBN 978-80-8078-092-0

dokonalosťou. Ide o úvery obchodným bankám poskytnuté centrálnymi bankami, hovoríme o diskontných pôžičkách.

1.5.2 Nástroje monetárnej politiky centrálnych bánk

Centrálna banka má k dispozícii nástroje, ktorými môže kontrolovať peňažnú masu. Predovšetkým tým, že pôsobí na monetárnu bázu. Zmena monetárnej bázy má priamy multiplikačný účinok na ponuku peňazí. Proces zmeny objemu peňažnej zásoby ekonomiky môžeme rozčleniť na dve etapy:

- začiatková modifikácia monetárnej bázy,
- následná zmena ponuky peňazí pomocou procesu multiplikácie v sústave obchodných bánk.⁴⁶

Na realizáciu peňažnej kontroly centrálna banka štandardne využíva tri druhy finančných nástrojov. Pomocou týchto nástrojov reguluje peňažnú a úverovú sféru:

- operácie na voľnom trhu,
- stanovenie povinných minimálnych rezerv,
- diskontná politika.

Z bližšieho pohľadu na jednotlivé nástroje môžeme analyzovať ich konkrétne fungovanie.

1. Operácie na voľnom trhu.

Operáciami na voľnom trhu sa vo všeobecnosti označujú nákupy vládnych cenných papierov centrálnou bankou a ich následný predaj obchodným bankám, obchodným spoločnostiam a domácnostiam.

Ak chce centrálna banka navýšiť ponuku peňazí, bude obligácie nakupovať, čo zapríčiní rozšírenie bankových vkladov. Následne sa rozšíria aj úverové možnosti obchodných bánk. Nákup vládnych cenných papierov centrálnou bankou na voľnom trhu vedie k expanzii ponuky peňazí, a teda k zlacneniu úverov a rastu investícií.

V prípade predaja vládnych obligácií centrálna banka, naopak sťahuje peniaze z obehu a zamedzuje, respektíve znižuje úverové možnosti obchodných bánk. Následne

⁴⁶ KOTLEBOVÁ, J., SOBEL, O. 2007. Menová politika. Bratislava: IURA EDITION, 2007. 156 - 212 s. ISBN 978-80-8078-092-0

nastáva rast úrokovej miery a zdraženie úverov, či obmedzenie a spomalenie rastu investícií. Operácie na voľnom trhu sú nástrojom, ktorý je úzko spojený s rozpočtovou politikou krajiny a využíva sa na krytie deficitu štátneho rozpočtu.

V krajinách s vyvinutým kapitálovým trhom je preferovaným nástrojom peňažnej regulácie práve operácie na voľnom trhu. Pružnosť, rýchlosť a umožnenie zmeny ponuky peňazí, aj keď len o malé sumy, ktoré je možno vopred premietnuť na budúcu zmenu množstva peňazí v obehu sú hlavnými príčinami.⁴⁷

2. Stanovenie povinných minimálnych rezerv

Centrálna banka stanovuje obchodným bankám povinnú minimálnu mieru rezerv, čím reguluje množstvo peňazí v obehu pomocou množstva peňazí, ktoré si môžu požičať vzhľadom na zákonné podmienky. Pre dosiahnutie potrebnej likvidity, t. j. schopnosti hrať svoje záväzky, musia banky udržiavať istú časť vkladov ako rezervy. Zvyšok svojich prostriedkov môžu poskytovať vo forme pôžičiek ekonomickým subjektom. Povinná miera minimálnych rezerv slúžila pôvodne hlavne pre prípad zvyšovania výberu vkladov. Následne sa však ukázala ako účinný nástroj regulácie likvidity obchodných bánk, a tým pádom aj ako nástroj regulácie množstva peňazí v obehu.

V prípade zníženia úrovne miery povinných minimálnych rezerv centrálnou bankou sa vyvolá pokles rozsahu požadovaných rezerv. To má následne také dôsledky, akoby obchodné banky získali nové dodatočné vklady. Takýmto spôsobom sa rozširujú aj ich úverové možnosti, čiže úverová emisia peňazí vedie k navýšeniu množstva peňazí v obehu. Hovoríme o expanzii ponuky peňazí.

Na strane druhej, ak centrálna banka zvýši minimálne rezervy obchodným bankám odčerpáva im tým časť ich likvidných prostriedkov. Obmedzuje tak nové úverové možnosti bankám, a tým aj ponuku peňazí.

Centrálna banka má takto možnosť manévrovať v rámci určitého rozpätia, ktoré je väčšinou určené zákonnou normou. Aj napriek účinnosti tohto nástroja sa miera povinných minimálnych rezerv mení sporadicky. Časté zmeny v úrovni povinných minimálnych rezerv by priniesli viac neistoty a zaťažili by podmienky fungovania pre obchodné banky.⁴⁸

⁴⁷ KOTLEBOVÁ, J., SOBEL, O. 2007. Menová politika. Bratislava: IURA EDITION, 2007. 156 - 212 s. ISBN 978-80-8078-092-0

⁴⁸ HONTYOVÁ, K., LISÝ, J., MAJDÚCHOVÁ, H. 2014. *Základy ekonómie a ekonomiky*. Bratislava: EKONÓM. 2014. 137 - 182 s. ISBN 978-80-225-3823-7.

3. Diskontná politika

Diskontná politika prešla za posledné storočie podstatnými zmenami. Do konca sedemdesiatych rokov 20. storočia predstavovala významný nástroj monetárnej politiky, pomocou ktorého centrálna banka vplývala na celkové zdroje bánk. V prípade, že centrálna banka nemala dostatok zdrojov, mohli si vypožičať zdroje od centrálnej banky za diskontnú sadzbu. Takýmto spôsobom sa v minulosti dodávali zdroje do bankovej sústavy.

Regulovaním diskontnej sadzby centrálna banka ovplyvňovala úverovú politiku v celej bankovej sústave. V prípade zvýšenia diskontnej sadzby centrálnou bankou sa obmedzovali úverové možnosti obchodných bánk, tým pádom aj ponuka peňazí. Čím viac sa navyšovala diskontná sadzba, tým sa stávali úvery od centrálnej banky drahšie, a tým pádom aj obchodné banky čerpali menej. Nárast diskontnej sadzby vyvolával rast úrokovej miery, za ktorú obchodné banky poskytovali úvery. A to viedlo jednak k zníženiu dopytu po úveroch, a tiež po hotových peniazoch.⁴⁹ V prípade poklesu diskontnej sadzby to bolo naopak. Úverové možnosti obchodných bánk sa naopak rozširovali a ponuka peňazí sa zvyšovala.

Účinnosť diskontnej sadzby ako nástroj peňažnej kontroly je podmienený závislosťou obchodných bánk od úverov centrálnej banky. Tá obvykle nie je príliš vysoká. Z toho dôvodu sa zmena diskontnej sadzby využíva skôr ako informácia o predstave centrálnej banky o očakávanom vývoji hospodárstva. Zvýšenie diskontnej sadzby môže indikovať obavy centrálnej banky z rastu inflácie. Naopak zníženie diskontnej sadzby môže signalizovať expanzívnu monetárnu politiku.

Vyspelé ekonomiky ako je napríklad ekonomika USA, zameriavajú svoju pozornosť na medzibankovú úrokovú sadzbu, ktorej cieľ sa snažia dodržať nákupom a predajom cenných papierov. Medzibanková úroková miera má väčší dosah, keďže od centrálnej banky si obchodné banky môžu, ale nemusia požičať prostriedky, pričom medzi jednotlivými obchodnými bankami je oveľa väčšia pravdepodobnosť realizácie takýchto pôžičiek.⁵⁰

⁴⁹ URAMOVÁ, M., LACOVÁ, Ž., HRONEC, M. 2010. Makroekonómia I. Banská Bystrica: Univerzita Mateja Bela v Banskej Bystrici. 2010. 120 - 231 s. ISBN 978-80-557-0043-4.

⁵⁰ KOTLEBOVÁ, J., SOBEL, O. 2007. Menová politika. Bratislava: IURA EDITION, 2007. 156 - 212 s. ISBN 978-80-8078-092-0

2 CIEĽ PRÁCE

Hlavným cieľom našej diplomovej práce je overiť a identifikovať vplyv intervencií Európskej centrálnej banky v Európskej únii a Federálneho rezervného systému v USA na jednotlivé ekonomiky daných krajín.

Hlavný cieľ sa budeme snažiť dosiahnuť pomocou realizácie parciálnych cieľov, ktoré sme si definovali následne.

Prvým parciálnym cieľom je definovanie finančného trhu, jeho účastníkov a jednotlivé segmenty v teoretickej časti, z dôvodov porozumenia teoretického fungovania finančného trhu.

Druhým parciálnym cieľom je definovanie centrálnej banky a nástrojov monetárnej politiky, ktorým sa v praktickej časti aktívne venujeme a ich vplyv analyzujeme pomocou nasledovného vývoja makroekonomických veličín.

Tretím parciálnym cieľom je identifikácia a popísanie príčin vzniku finančnej krízy a jej štádia v USA. Neskôr identifikácia a popísanie príčin vzniku pretransformovanej dlhovej krízy v Európe.

Štvrtým parciálnym cieľom je popísanie priebehu jednotlivých činností, respektíve reakcií Európskej centrálnej banky a FED-u pred a počas obdobia hypotekárnej, finančnej a dlhovej krízy.

Po naplnení jednotlivých čiastkových cieľov pristúpime k realizácii primárneho cieľa našej diplomovej práce. Budeme analyzovať jednotlivé kroky centrálnych bánk a premietiť ich na makroekonomické veličiny, HDP, infláciu, nezamestnanosti.

Napokon rozviníme analýzu na devízový kurz EURUSD, ktorý budeme analyzovať a pokúsime sa vyjadriť jednotlivé monetárne intervencie pomocou popísania vývoja devízového kurzu. Našou diplomovou prácou chceme zistiť, či monetárne intervencie centrálnych bánk pomohli k stabilizácii, respektíve k rastu ekonomickej aktivity a aktivite na finančných trhoch. Taktiež sa pokúsime popísať a bližšie definovať ich magnitúdu vplyvu na ekonomickú aktivitu v USA a v Eurozóne.

3 METODIKA PRÁCE A METÓDY SKÚMANIA

Hlavným cieľom našej práce je identifikovanie vplyvu využívania monetárnych nástrojov v jednotlivých ekonomikách na finančné trhy, ekonomické veličiny a menový kurz.

Pri napĺňaní hlavného cieľa sme využili metódy komparácie, analýzy, syntézy, vybrané štatistické a grafické metódy, a deduktívne metódy. Metódu komparácie sme využili pri porovnávaní rôznych nástrojov monetárnych politík z pohľadu ich vplyvu na monetárnu bázu, vplyvu na vývoj makroekonomických veličín, akými sú nezamestnanosť, inflácia, HDP a devízový kurz meny danej ekonomiky voči druhej analyzovanej mene.

Zvolenú metódu sme tiež využili pri porovnávaní rôznych intervencií v danej ekonomike v rozličnom časovom období. Metóda analýzy bola široko využívaná v celej práci, niekoľko krát.

V prvom rade sme ju využili pri analyzovaní jednotlivých krokov centrálnych bank ECB a FED. Konkrétne išlo o analýzu výberu jednotlivých monetárnych nástrojov. Následne sme analyzovali ich dopady na makroekonomické veličiny a na stabilizáciu trhu konkrétnej ekonomiky.

Medzi hlavné nástroje, ktoré sme pre ich výrazný vplyv na finančné trhy z hľadiska ekonomického dopadu vybrali, boli zmena kľúčovej úrokovej sadzby, respektíve cielená medzibanková úroková sadzba.

Grafické metódy tvorili mustru pre znázorňovanie konkrétnej situácie na finančných trhoch, ktorá bol následne analyzovaná po jednotlivých intervenciách. Grafické metódy nám poskytli východisko k obdobiu a dátam pred jednotlivými udalosťami, ktoré mali priamy dopad na finančné trhy. Následne sme nadviazali na východiskové dáta a analyzovali jednotlivé vplyvy. Ako posledné štádium sme sa pokúsili odbornými vedomosťami zrealizovať analýzu vplyvu a možnú predikciu vzhľadom na momentálne známe voľne dostupné informácie.

4 VÝSLEDKY PRÁCE

4.1 Finančná kríza v USA

Jedna z najväčších finančných kríz, ktorá sa neskôr pretransformovala do hospodárskej krízy sa odohrala v roku 2008. Po prasknutí hypotekárnej bubliny v USA došlo ku kolapsu finančného sektora v USA. Po bankrote 4. najväčšej investičnej banke v USA, Lehman Brothers, ktoré bolo dňa 15. Septembra 2008, vznikla na finančných trhoch panika. Následne po krachu jednej z najväčších bánk v USA si vláda, ako aj spoločnosti uvedomili vážnosť situácie. Akciové trhy reagovali bezprecedentnými prepismi. Zaznamenali najväčšie straty vo svojej histórii, tisíce spoločností zanikli, obyvateľstvo prišlo o značnú časť svojich investícií, respektíve úspor, no hlavne o svoje domovy. Hypotekárna kríza poznačila v prvom rade ekonomiku USA. Došlo k recesii a vyhliadky regenerácie predpokladali zotavovanie projektované na viac ako 10 až 20 rokov. Federálny rezervný systém USA mal za úlohu stabilizovať riziko a paniku, ktorá podporovala prepis na finančných trhoch každým dňom. Netrvalo dlho, aby začala konať a vymyslela ozdravný plán, ktorý by stabilizoval a následne zregeneroval ekonomiku USA, tak aby nestratila momentum a konkurenciaschopnosť oproti ostatným rýchlo rastúcim ekonomikám. Hypotekárna kríza z roku 2008 sa však netýkala iba USA. Dosah mala na celosvetovú ekonomiku. Oslabil sa celosvetový medzinárodný obchod. Spoločnosti mali problémy hlavne v Európe, kam sa kríza preniesla veľmi rýchlo a pretransformovala sa do európskej dlhovej krízy. Investície firiem boli pozastavené, respektíve minimalizované. Spoločnosti ako aj obyvateľstvo sa uchýlilo k úsporám. Celková likvidita na trhoch poklesla, úrok na úveroch vzrástol a vyhliadky pre opätovné naštartovanie ekonomickej aktivity mali veľmi negatívne vyhliadky.⁵¹

4.1.1 Príčiny finančnej krízy a jej priebeh

Medzi ekonómami pretrvávajú diskusia o možných príčinách vzniku hypotekárnej krízy. Jej dosah bol likvidačný pre mnoho spoločností, vlád a obyvateľov. Vytvoril takmer 5 ročnú prestávku v prosperite spoločností, obyvateľstva a vlád. Niektoré ekonomiky sa

⁵¹ Norbert J. Michel, PhD. Lehman Brothers Bankruptcy and the Financial Crisis: Lessons Learned. In The Heritage Foundation – Leadership for America - *ISSUE BRIEF*. [online]. 2013. [cit. 2015-04-01]. Dostupné na internete: <http://thf_media.s3.amazonaws.com/2013/pdf/ib4044.pdf>

dodnes nevyrovnali s následkami finančnej krízy v USA a následne európskej dlhovej krízy.

Finančná kríza v roku 2008 vychádzala z predošlého makroekonomického vývoja. Dá sa povedať, že ak hovoríme o vecných príčinách vzniku hypotekárnej krízy z makroekonomického hľadiska, musíme sa vrátiť do roku 2000, kedy nepremyslené investície do technologických spoločností s vidinou exponenciálneho nárastu ziskov zmanipulovali situáciu na akciových trhoch. Novovzniknuté technologické spoločnosti, ktoré mnohokrát nedávali podnikateľský ani iný racionálny zmysel a ich podnikateľské plány vychádzali z nespľniteľných predpokladov, boli dopované externými finančnými prostriedkami. Tieto nepremyslené investície vytvárali dojem, že spoločnosti prosperujú a smerujú k dosiahnutiu miliónových ziskov a trhovej kapitalizácie v hodnote niekoľkých miliárd. V skutočnosti však pohľad na súvahu a výkaz ziskov a strát spoločnosti poukazovali na spoločnosť, ktorá nevykazovala žiadne zisky, nepredávala žiadny produkt, a tým pádom nedosahovala žiadnu reálnu aktivitu okrem výskumu. Tento výskum bol u väčšiny spoločností realizovaný niekoľko rokov, kým nezačali vznikať obavy investorov o reálnosť projektovaných ziskov. Po zastavení externých príjmov do spoločností sa neskúsení manažéri, väčšinou mladí vysokoškooláci s vidinou veľkých ziskov, stretli s ťažkosťami o udržanie týchto projektov, ktoré nedokázali zvládnuť. Akcionári spoločností začali vyberať masovo svoje investície do spoločností, ktoré nespĺňali ani zďaleka svoje projektované zisky a na trhoch vznikla panika. Akciové index sa prepadli a novovzniknuté technologické spoločnosti postupne začali krachovať. Pokles likvidity a ekonomiku USA sa snažil stabilizovať Fed znížením cieľa pre medzibankovú úrokovú mieru z 6,5 % v novembri v roku 2000 na 1% v júli roku 2003. Toto zníženie Fed funds rate znamenalo lacnejšie úvery a ekonomický rast, ktorý znamenal prosperitu pre celé USA.⁵²

Fed sa však dopustil chyby a následne ešte väčšej fatálnej chyby, ktorá neskôr znamenala vznik hypotekárnej krízy v USA. Zníženie sadzieb na postupne z úrovne 6,5 % až na 1 % síce naštartovalo americkú ekonomiku, avšak zapríčinila radikálne zníženie úrokov na rôzne typy pôžičiek. Obchodné banky mali možnosť požičovať za veľmi nízke sadzby, a preto vytvárali produkty, ktoré boli atraktívne pre obyčajné obyvateľstvo.

⁵² Why Is the Market Share of Adjustable – Rate Mortgages So Low?. In FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK – current issues – IN ECONOMICS AND FINANCE. [online]. 2010. [cit. 2015-04-11]. Dostupné na internete: <http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci16-8.pdf>

Problém z hľadiska možností a nevyužitých možností prišiel pre obchodné banky, keď bol každý z bonitných zákazníkov uspokojený a banky nedokázali požičať viac peňazí, pretože trh bol presýtený. Z hľadiska banky to znamenalo upieranie si ďalších ziskov, pretože peniaze mali takmer zadarmo od federálneho rezervného systému. Tým pádom sa oberali o zisk, ktorý by mohli dosiahnuť, ak by požičali tieto prostriedky, aj keby len s najnižšou maržou.

Vzhľadom na obmedzenosť trhu v tomto smere bolo potrebné expandovať. Keďže geograficky to nebolo možné, banky sa rozhodli znižovať kritéria pre požičiavanie úverov. V tomto bode si v USA mohol obrovský dom kúpiť ktokoľvek, pretože banky znížili svoje kritéria na dno. K hypotekárnemu úveru alebo inému úveru sa dostali aj takzvaný NINJA. Ide o označenie vychádzajúceho z anglického No income no job or asset, teda aj jedná o žiadateľov o úver, ktorí nemali žiadny príjem, zamestnanie, a ani žiadny majetok. Pri NINJA žiadateľoch o úver bolo aj počas prosperity otázne projektovať splatenie úveru v plnej výške.⁵³

Fed počas tohto obdobia znižovania sadzieb odporúčal tzv. adjustable rate mortgages - ARM úvery. Ide o úvery s floatovanou úrokovou mierou. Oproti fixnej úrokovej miere sú výhodné v tom, že ak kľúčové úrokové sadzby na trhu klesajú, dlžník platí nižšie splátky, a tiež celkovú sumu. V opačnom prípade, teda v prípade, ak úrokové sadzby narastajú, dlžník musí zaplatiť vyššie splátky a tiež celková splácaná suma sa tým pádom navyšuje.⁵⁴

V júni roku 2003 sa Fed rozhodol konať proti lacným úverom a stabilizovať situáciu, ktorú so všetkou pravdepodobnosťou nechal zájsť až veľmi ďaleko. Z dôvodu nevídanej expanzie úverov v celých USA bolo treba obmedziť peniaze v obehu, a preto sa Fed rozhodol postupne zvyšovať úrokové sadzby. V júni v roku 2003 zvýšil Fed cieľ pre fed funds rate na 1,25 % a postupne sa do augusta roku 2006 fed funds rate zvýšila na úroveň 5,25 %.⁵⁵

⁵³ NINJA úvery [online]. 2010. [cit. 2015-04-11]. Dostupné na internete: <<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/NINJA+loan>>

⁵⁴ Consumer handbook on adjustable – rate mortgages. [online]. 2014. [cit. 2015-03-11]. Dostupné na internete: <<https://www.navyfederal.org/pdf/ebookchures/1168ep.pdf>>

⁵⁵ *Effective Federal Funds Rate*. [online]. 2010. [cit. 2015-04-11]. Dostupné na internete: <<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FEDFUNDS>>

4.1.2 Hypotekárna kríza v USA

Rapídne zvýšenie fed funds rate nezostalo bez ohlasu finančných trhov. V prvom rade sa tieto zmeny týkali najmä sektoru hypoték, na ktoré tieto zmeny viditeľne vplývali. Úvery sa zdražovali a expanzia vydávania nových bola stabilizovaná. Stabilizáciu a následný pokles záujmu o ARM úvery, môžeme pozorovať na graf č. 1 kde je znázornený oranžovou krivkou.

Graf č. 1: Vývoj úverov ARM, ako podiel na úverovom trhu v USA.

ARM Share of Mortgages in Two Data Sets



zdroj: http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci16-8.pdf

Zvýšenie úrokových sadzieb z 1 % v roku 2003 na 5,25 % v roku 2006 však znamenalo aktiváciu problému, ktorý sa kreoval predošlé roky. ARM úvery poskytnuté Ninja klientom, boli vzhľadom na nárast úrokových mier nesplateľné. Títo klienti nedokázali splácať rastúce splátky, a preto postupne viac a viac ľudí prišlo o svoje domovy. Banky následne disponovali namiesto pravidelného cash flow, statickými aktívami, ktoré mali istú hodnotu, ale z hľadiska likvidity boli nepoužiteľné. Problém narastal po tom, ako čoraz viac dlžníkov nedokázalo splácať svoje hypotekárne úvery, a tým pádom prichádzali o svoje domovy. Pre banky to znamenalo odrezanie od peňažných príjmov. Po tom ako banky vlastnili milióny nehnuteľností bolo nutné tieto nehnuteľnosti

predať, aby získali späť svoje peniaze.⁵⁶ To však radikálne ovplyvnilo trh s nehnuteľnosťami, ceny domov sa začali prepadať a banky, ktoré v účtovných knihách vlastnili nehnuteľnosti museli opravnými položkami znižovať hodnoty týchto nepredajných aktív. Pri splácaní hypotekárnych úverov bonitnými klientmi neskôr vznikla otázka, prečo platiť hypotekárny úver nehnuteľnosti s vysokými splátkami, ak taká istá nehnuteľnosť sa predáva za polovičnú cenu. Z tohto pohľadu prestali platiť hypotekárne úvery aj bonitní klienti a finančný sektor sa následne zosypal. Prvá investičná banka, ktorá zaznamenala existenčné problémy bola Lehman brothers, ktorá vyhlásila bankrot 15. Septembra 2008, a tým oficiálne potvrdila vznik hypotekárnej krízy v USA.

Hypotekárna kríza v USA spôsobila sťaženie získania úverov pre spoločnosti a obyvateľstvo. Vysoké úroky a rastúce požiadavky pre získanie úveru sa stali bariérou pre efektívne fungujúcu ekonomiku. Začali sa dostavovať problémy bánk, finančných inštitúcií. Tie boli nútené analyzovať svoje portfólia a prehodnotiť politiku poskytovania úverov. Nasledovali spoločnosti, ktoré boli nútené k väčšej efektivite z dôvodu obmedzených finančných zdrojov. Finančné problémy spustili ohromný prepád akcií amerických trhoch, čo naznačovalo ťažkosti. Okamžite na to reagoval dopyt, ktorý bol zasiahnutý negatívnymi správami. Objednávky klesali, a tým pádom aj spoločnosti museli optimalizovať svoje výrobné procesy. Predávanie neziskových divízií a prepúšťanie vo všetkých segmentoch bez výnimky sa podpísali k rastúcej nezamestnanosti. Zníženie celkových príjmov obyvateľstva len podporilo klesajúci dopyt. Problémy na finančných trhoch, a taktiež spoločností a obyvateľstva vyústili do prepádov HDP v USA, a tým pádom aj príjmov vlády.⁵⁷

4.1.3 Monetárna politika fedu v období finančnej krízy

Výkonnosť finančného sektoru už pred vypuknutím finančnej krízy naznačovala veľký prepád. Fed si následne uvedomil problém vysokých úrokových sadzieb a predošlej expanzie lacných pôžičiek. Táto kombinácia znamenala problém, ktorý sa začínal v štatistických číslach naplňať, bolo potrebné podniknúť opatrenia. Východiskom boli intervencie pomocou monetárnych nástrojov.

⁵⁶ Consumer handbook on adjustable – rate mortgages. [online]. 2014. [cit. 2015-03-11]. Dostupné na internete: <<https://www.navyfederal.org/pdf/ebookures/1168ep.pdf>>

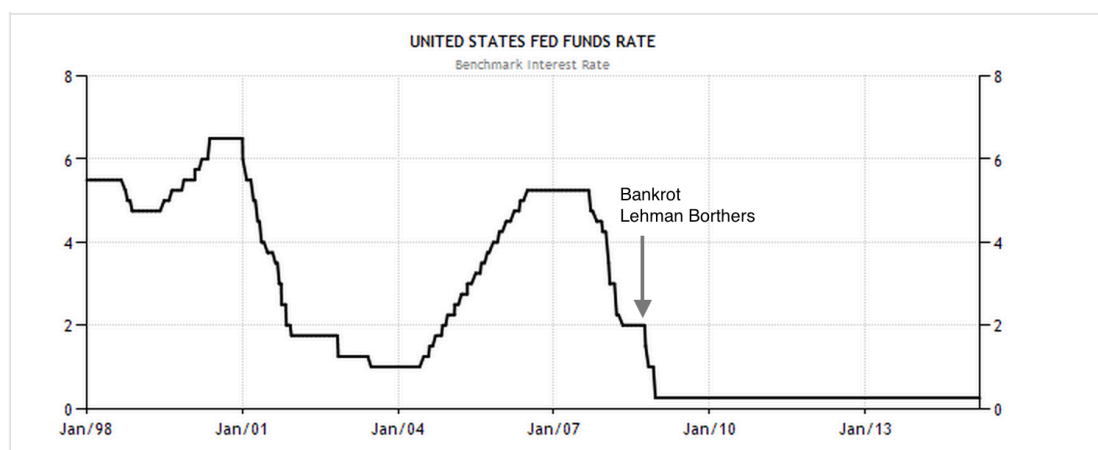
⁵⁷ tamtiež

Fed funds rate

Monetárne nástroje boli osvedčeným prvkom pre stabilizáciu trhu z roku 2001, a preto v domnení, že opätovné zníženie sadzieb by mohlo znížiť úroky pôžičiek a iných cenných papierov priviedli Fed k rozhodnutiu znížiť úrokové sadzby. Postupne Fed znížil cieľ pre fed funds rate z 5,25 % na 0,00 až 0,25 %.

Toto opatrenie však malo len minimálny dosah. Veľkosť problému bola nevídaná a nemohla sa porovnávať s dot.com krízou z roku 2001. Problém sa prehlboval, a preto bolo nutné zasiahnuť iným spôsobom a použiť iné nástroje menovej politiky, keďže stanovenie minimálneho cieľa úrokových sadzieb sa ukazoval ako nedostačujúci vzhľadom na veľkosť ekonomickej sily tohto problému.

Graf č. 2: Vývoj fed funds rate v USA



zdroj: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>

Počas bankrotu Lehman brothers 15. septembra 2008 bol cieľ fed funds rate na úrovni 2 %. Neskôr od 15. decembra 2008 bol cieľ fed funds rate stanovaný na úroveň 0,00 – 0,25 %. Tento cieľ Fed ponecháva aj v prvom a s najväčšou pravdepodobnosťou aj v druhom kvartáli 2015. S vyhlídkou postupného zvyšovania pri potvrdení ekonomickej stability USA. Toto potvrdenie však môže byť veľmi subjektívne, a preto nie je jasné, kedy FOMC vyhlási zvyšovanie Fed funds rate.⁵⁸

⁵⁸ Beginning of the end. The collapse of Lehman Brothers. In: *The Telegraph*. [online]. 2008. [cit. 2015-03-30]. Dostupné na internete: <<http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/6173145/The-collapse-of-Lehman-Brothers.html>>

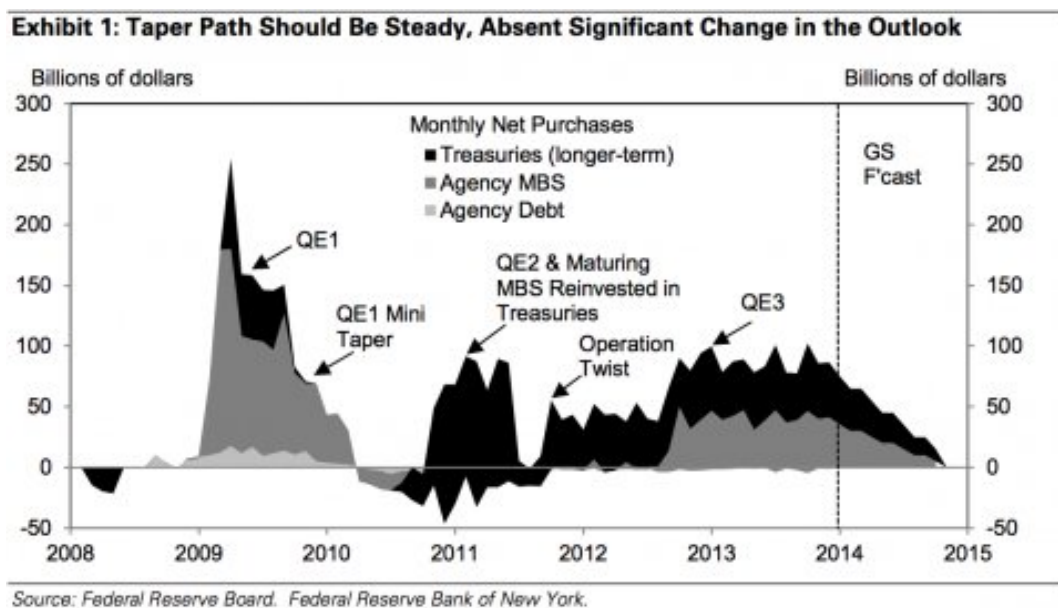
Monetárne intervencie

V poslednom období, kedy už úrokové sadzby nedokázali ovplyvniť cenu peňazí Federálny rezervný systém využil nový nástroj, a to kvantitatívne uvoľňovanie.

Kvantitatívne uvoľňovanie je nekonvenčná menová politika, v ktorej centrálna banka nakupuje štátne cenné papiere alebo iné cenné papiere z trhu, aby sa znížili úrokové sadzby cenných papierov (rizikových) a zvýšilo sa množstvo peňazí v obehu. Kvantitatívne uvoľňovanie zvýši ponuku peňazí tým, že zaplaví finančné inštitúcie kapitálom v snahe podporovať zvýšenú likviditu. Ciele kvantitatívneho uvoľňovania sú povzbudiť hospodársky rast a stimulovať ekonomiku. Avšak v prípade, že peňažná zásoba rastie príliš rýchlo, kvantitatívne uvoľňovanie môže viesť k vyššej miere inflácie. Navyše banky sa môžu rozhodnúť, či finančné prostriedky vyprodukované z kvantitatívneho uvoľňovania ostanú v rezerve bánk alebo ich požičajú obyvateľstvu alebo podnikom. S lacnejším požičiavaním Fed bude znova podporovať väčšie výdavky, ktoré uvedú dodatočný dopyt do ekonomiky USA a vytiahnu ju z recesie. Peniaze skončia ako bankové vklady a bankám by sa tiež mali zlepšiť finančné pozície. Vedľajším očakávaným efektom bude, že prílev nových peňazí zvýši ceny pre spotrebiteľov, a tie dávajú ľuďom ďalší podnet ku kúpe v tomto okamihu ako odkladať ich nákupy na neskôr.

Jednotlivé kolá kvantitatívneho uvoľňovania v USA a ich objemy zobrazuje aj obrázok číslo 3 v nasledujúcej časti práce. Obrázok č. 3 teda vyjadruje jednotlivé nákupy cenných papierov Fed-u počas programu kvantitatívneho uvoľňovania a to: dlhodobé štátne dlhopisy, hypotekárne záložné listy a agentúry dlh.

Obrázok č. 3: Nákupy cenných papierov za obdobie realizácie jednotlivých QE



zdroj: <http://static4.businessinsider.com/image/52e4250869bedd404cbf462b-480/quantitative-easing.png>

Federálny rezervný systém prešiel od roku 2008 cez 3 kolá kvantitatívneho uvoľňovania zameraných na stimulovanie ekonomiky USA. Jednotlivé kvantitatívne uvoľňovania mali rôzne objemy a ciele. Teraz si jednotlivé kolá bližšie popíšeme.

Postupné spomaľovanie a pokles hodnoty na akciových trhoch v USA prinútili FED k prvým krokom stimulácie ekonomiky. Na zasadnutí Federal Open Market Committee (ďalej len „FOMC“) 18. septembra 2007, sa rozhodlo o znížení cieľu pre Fed Funds Rates (ďalej len „FFR“) o 50 bázických bodov na úroveň 4,75 %. Postupne FOMC znížilo FFR až na úroveň 0,00 až 0,25 %, konkrétne na zasadnutí 16. decembra v roku 2008. Prvé znižovanie cieľa FFR však nepreukazovalo reálny efekt pri stimulácii domácej ekonomiky, a preto skôr slúžilo ako začiatok pred drastickejším riešením kvantitatívnym uvoľňovaním.⁵⁹

Prvé kolo kvantitatívneho uvoľňovania (november 2008 – marec 2010)

Označenie QE1 si prisvojilo prvé kvantitatívne uvoľňovanie, ktoré bolo spustené 25. októbra 2008. FED prvýkrát začal vykonávať QE v novembri v roku 2008, krátko potom, čo sa vyhlásila bankrot investičná banka Lehman Brothers a vláda začala zachraňovať banky, aby sa zabránilo rozsiahlej finančnej depresii. Federálny rezervný

⁵⁹ Federal Funds Chart. In: *FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK. Serving the Second District and the Nation*. [online]. 2009. [cit. 2015-03-27]. Dostupné na internete: <http://newyorkfed.org/charts/ff/>

system oznámil zahájenie nákupu cenných papierov, ktoré bolo naplánované na nasledujúce obdobie viac ako jedného roka.

Ako prvý krok bol zahájený nákup záväzkov priamo súvisiacich s bývaním tzv. agentútny dlh od štátnych spoločností (government-sponsored enterprises GSEs), konkrétne od spoločností Frannie Mae, Freddie Mac, Federal Home Loan Banks a hypotekárne záložné listy vydávané štátnymi spoločnosťami Frannie Mae, Freddie Mac a Ginnie Mae. Toto riešenie bolo realizované zo strany FOMC kvôli viacerým cieľom. Medzi hlavné ciele patrilo zníženie nákladov a zvýšenie dostupnosti úverov na nákup nehnuteľností, čoho cieľom bolo podporiť trh s bývaním a všeobecne zlepšiť podmienky na finančných trhoch.⁶⁰

FOMC vyhlásilo v prvom kole kvantitatívneho uvoľňovania nákup záväzkov priamo súvisiacich s bývaním (agentúrný dlh) v objeme 100 miliárd USD. Ďalším cieľom bol nákup v hodnote 500 miliárd USD hypotekárnych záložných listov s predpokladom FOMC na zlepšenie situácie v nasledujúcich niekoľkých kvartáloch.

Okrem spomínaných nákupov FED vytvoril aj program TALF, ktorého úlohou bolo zrýchliť spotrebiteľský dopyt resp. výdaje, aby tak pomohla naštartovať ekonomiku USA. FED tak pridal k predošlým stimulom aj sumu 200 miliárd USD, ktorý bol pripravený požičovať v nasledujúcom období.

Na zasadaní FED-u dňa 18. marca 2009 sa predstavilo rozšírenie odkúpenia hypotekárnych zálohových listov od štátnych spoločností Frannie Mae a Freddie Mac v hodnote 750 miliárd USD, a tým zvýšili celkový nákup na úroveň 1,25 biliardy USD. V tom istom vyhlásení sa zvýšil nákup záväzkov priamo súvisiacich s bývaním o 100 miliárd na celkový objem 200 miliárd. Okrem tohto rozšírenia sa FOMC rozhodla s cieľom zlepšiť podmienky na trhu s úvermi, zahájiť nákup dlhodobých štátnych dlhopisov v objeme 300 miliárd USD počas nasledujúcich 6 mesiacov. Prvé kvantitatívne uvoľňovanie sa skončilo v marci 2010.⁶¹

⁶⁰ BANKARTE.COM: Financial crisis timeline. In: FEDERAL RESERVE. [online]. 2015. [cit. 2015-03-16]. Dostupné na internete:

<<http://www.bankrate.com/finance/federal-reserve/financial-crisis-timeline.aspx>>

⁶¹ tamtiež

Druhé kolo kvantitatívneho uvoľňovania (november 2010 – jún 2011)

Po úspešnom odstránení „toxických“ cenných papierov z obehu, bolo nutné podporiť ekonomický rast. Rast zamestnanosti sa spomaľoval, inflácia si držala nízku úroveň, rast príjmov bol na nízkej úrovni a postupne sa zvyšovali investície spoločností do softvéru a zariadení, ale nie tempom, ktoré bolo viditeľné na začiatku roka. Práve preto sa Fed rozhodol zahájiť druhé kolo kvantitatívneho uvoľňovania. Spustenie QE II bolo oznámené 3. novembra 2010.³

Fed sa rozhodol nakúpiť dlhodobé štátne dlhopisy v sume 600 miliárd USD. Nákupy realizoval postupne po 75 miliardách mesačne splánom ukončenia druhého kola kvantitatívneho uvoľňovania koncom druhého kvartálu 2011.⁴

QE II bol program na stimulovanie trhu pomocou navýšenia monetárnej bázy, čím Fed dosiahol vyššiu likviditu v ekonomike USA. Cieľom tohto stimulu bolo naštartovať „business“, zvýšiť zamestnanosť a vrátiť sa na úroveň pred krízy. Druhé kolo kvantitatívneho uvoľňovania bolo ukončené 30. júna 2011.⁶²

Tretie kolo kvantitatívneho uvoľňovania (september 2012 – október 2014)

Tretie kolo kvantitatívneho uvoľňovania označované ako QE III, respektíve QE Infinity bolo prvotne spustené 13. septembra 2012. Fed sa rozhodol podporiť zotavovanie ekonomiky USA ďalším balíčkom, a to nákupom hypotekárnych záložných listov (mortgage - backed securities) v hodnote 40 miliárd USD mesačne. Vyhlásenie Fed-u obsahovalo informáciu o monitorovaní situácie na finančných trhoch po vyhlásení tejto informácie. V prípade, ak by sa situácia na pracovnom trhu nezlepšila, plánuje pokračovať v nákupoch ďalej, prípadne sa uchýli k ďalším novým nákupom.

Tretie kvantitatívne uvoľňovanie bolo neskôr po zasadaní 12. decembra 2012 doplnené o nákup dlhodobých štátnych dlhopisov v hodnote 45 miliárd USD mesačne. Týmto krokom sa QE Infinity dostalo do svojej konečnej fázy, ktorá bola predurčená na nákup cenných papierov v hodnote 85 miliárd USD do vtedy, kým sa ekonomická situácia nezlepší respektíve stabilita meny (inflácia) nezhorší. Tieto ciele Fed vymedzil konkrétne.

⁶² BANKARTE.COM: Financial crisis timeline. In: FEDERAL RESERVE. [online]. 2015. [cit. 2015-03-16]. Dostupné na internete: <<http://www.bankrate.com/finance/federal-reserve/financial-crisis-timeline.aspx>>

QE Infinity bude prebiehať až pokiaľ nezamestnanosť v USA neklesne pod 6,5 percenta alebo inflácia nestúpne nad 2,5 percentá.⁶³

Tretie kolo kvantitatívneho uvoľňovania bolo veľmi ostro sledované investormi, spoločnosťami a tak isto aj verejnosťou. Každá informácia o zmene QE Infinity mohlo vyvolať okamžitý prepád respektíve vzostup na akciových trhoch prípadne mohla zapríčiniť masívny panický výpredaj respektíve nákup cenných papierov na finančných trhoch. Z toho dôvodu bolo každé zasadanie Fed-u sprevádzané veľkou opatrnosťou vo výrokoch. Počas QE Infinity sa musel Fed viackrát vyjadrovať k situácii a uisťovať trh, že rôzne polemizovanie o možných krokoch Fed-u, nie je relevantné, pokiaľ tak sám Fed nepovie.⁶⁴

Dňa 18. Decembra 2013 však nastal čas na znižovanie objemov mesačných nákupov Fed-u. Išlo o zníženie objemu nákupu hypotekárnych záložných listov v hodnote 5 miliárd USD, na mesačný objem 35 miliárd USD. Objem nákupu dlhodobých štátnych dlhopisov bol znížený z 45 miliárd USD na 40 miliárd USD. Po tomto zasadnutí postupne Fed znižoval objemy nákupov na úrovne, ktoré sú uvedené pri jednotlivých dátumoch v tabuľke č.2.

Tabuľka č. 2: Objemy nákupov cenných papierov Fed-u

Dátum	Hypotekárne záložné listy (mld. USD)	Dlhodobé Štátne dlhopisy (mld. USD)
18. 12. 2013	35	40
24. 01. 2014	30	35
19. 03. 2014	25	30
30. 04. 2014	20	25
18. 06. 2014	15	20
30. 07. 2014	10	15
17. 09. 2014	5	10
29. 10. 2014	0	0

Zdroj: Vlastné spracovanie

⁶³ BANKARTE.COM: Financial crisis timeline. In: FEDERAL RESERVE. [online]. 2015. [cit. 2015-03-16]. Dostupné na internete:

<<http://www.bankrate.com/finance/federal-reserve/financial-crisis-timeline.aspx>>

⁶⁴ tamtiež

Úplné zastavenie programu QE Infinity bolo vyhlásené 29. Októbra 2014, kedy Fed oznámil, že už ďalej nebude nakupovať hypotekárne záložné listy a ani dlhodobé štátne dlhopisy. Ekonomická situácia USA mala podľa Fed-u znovu kondíciu na prosperujúce fungovanie.

Operácia Twist

Okrem troch kôl kvantitatívneho uvoľňovania Fed uskutočnil aj tzv. Operáciu Twist, ktorej podstatou bola výmena cenných papierov s dobou splatnosti od 6 do 30 rokov za cenné papiere s dobou splatnosti menej ako 6 rokov splatnosti. Táto výmena bola realizovaná v hodnote 400 miliárd a začala 21. Septembra 2011.⁶⁵

4.2 Dlhová kríza v eurozóne

Išlo o najhlbšiu recesiú od roku 1930 s poklesom HDP v európskej únii približne o 4 percenta v roku 2009. Európska dlhová kríza sa prejavila následne po veľkej recesii v roku 2009 v USA, ktorá sa preniesla aj na eurospke trhy. HDP zaznamenalo najstrmší prepád v histórii európskej únie. EU odpovedala na tento prepád a okrem využívania monetárnych intervencií na stabilizáciu, a obnovenie ekonomickej činnosti bolo potrebné pristúpiť aj k reformácií bankového sektoru. Navyše sa spustil nový prvok, European Economic Recovery Plan (EERP) v decembri 2008. Hlavným cieľom EERP bolo obnovenie dôvoery a zvýšenie agregátneho dopytu pomoou koordinovaných injekcií do ekonomiky spolu so investíciami a podporou pracovného trhu. Celkové fiškálne stimuly, obsahujúce efekt automatických stabilizátorov boli v sume okolo 5 % HDP európskej únie.⁶⁶

4.2.1 Príčiny dlhovej krízy a jej priebeh

Hlavnou príčinou bola finančná kríza v USA, ktorá preniesla nervozitu trhov aj do Európskej únie. Nižšia likvidita na trhu, vyššie riziko a nárast úrokových sadzieb, čo viedlo

⁶⁵ Treasury Bills. In: *TreasuryDirect*. [online]. 2009. [cit. 2015-03-27]. Dostupné na internete: <https://www.treasurydirect.gov/indiv/products/prod_tbills_glance.htm>

⁶⁶ Causes, Consequences and Responses. In: *EUROPEAN ECONOMY 7/2009*. [online]. 2009. [cit. 2015-03-29]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf>

k obavám investorov do zdržanlivosti v nákupoch cenných štátnych cenných papierov. To vyvolalo tlak na financovanie jednotlivých ekonomík EÚ. Jednotlivé štáty sa začali dostávať do problémov. Európska dlhová kríza začala rezonovať celým svetom.

Charakteristické pre ňu boli vysoké štrukturálne deficity a akcelerujúce dlhové úrovne. Štáty, ktorých sa kríza najviac dotkla sa stretli s vysokým nárastom spreadu úrokových sadzieb štátnych dlhopisov.

Príčinou boli obavy investorov o udržateľnosť verejného dlhu postihnutých krajín. Navyše stále rezonoval problém štyroch krajín, ktoré mali potrebovať financovanie od IMF a Európskej komisie s dodatočnou pomocou technickou od ECB.

Po roku 2000 sa niektoré krajiny európskej únie dostávali nad úroveň povinných Maastrichtských kritérií, a preto sa schyľovali k technikám maskovania týchto ukazovateľov, aby dokázali splniť tieto kritéria aspoň na pohľad. Tieto krajiny začali sekuritizáciu budúcich štátnych výnosov, čo im umožnilo umelo znížiť deficit a úroveň štátneho dlhu. Tieto praktiky však neboli v súlade s medzinárodnými štandardmi, a ani s tzv. best practices. Tieto praktiky realizovalo Grécko, pričom nová vláda koncom roku 2009 poukázala na toto maskovanie dlhu, čo vyvolalo vlnu kritiky a paniku na finančných trhoch.⁶⁷

Nadmerný deficit a akcelerujúce vládne dlhy však neboli výsadou len Grécka. Z toho dôvodu problém narastal. Nezodpovedné a hlavne neudržateľné deficity niektorých krajín a narastajúca hypotekárna bublina sa pretransformovali do štátneho dlhu ako výsledok štátnej podpory bankového systému v krajinách, na ktoré priamo dopadlo splasnutie hypotekárnej bubliny.⁶⁸

4.2.2 Vplyv udalostí grécka a ich vplyv na dlhovú krízu v európe

Dlhová kríza sa najčastejšie spája s Gréckom. Začala sa taktiež v roku 2009 a stále pretrváva. Počas spomínaného obdobia v krajine nastalo mnoho zmien. Pokles štátneho príjmu Grécka, rast nezamestnanosti, úsporné opatrenia. Na druhej strane za toto obdobie prišlo aj k radikálnej zmene politickej situácie neskôr v roku 2015.

⁶⁷ Razantný zásah Evropské centrální banky. In: *Hledání východiska z krize*. [online]. 2015. [cit. 2015-04-15]. Dostupné na internete: <<https://www.euroskop.cz/9057/sekce/hledani-vychodiska-z-krize/>>

⁶⁸ ECB začala chrlit miliardy nových eur. Nákupem dlhopisů podpoří ekonomiku eurozóny. In: *Hospodářské noviny*. [online]. 2010. [cit. 2015-04-11]. Dostupné na internete: <<http://byznys.ihned.cz/c1-63650180-ecb-zacala-chrlit-miliardy-novych-eur-nakupem-dlhopisu-podpori-ekonomiku-eurozony>>

Prvé oficiálne potvrdenie problémov solventnosti Grécka prišlo v októbri 2009. Agentúra Fitch znížila rating Grécku z A na A-. Následne po období necelých dvoch mesiacov 8. Decembra 2009 znížila rating Grécka znovu z A- na BBB+. Ratingová agentúra Fitch sa neskôr pridala ratingová agentúra Standard and Poor's 16. Decembra 2009 a Moody's 23. Decembra 2009. Situácia Grécka nebola vôbec priaznivá a nestabilná situácia sa tým pádom prenášala na ostatné krajiny v eurozóne a celkovo na Európsku úniu.⁶⁹⁷⁰⁷¹

Začiatkom nového roka Grécka vláda čelila rozpočtovému deficitu vo výške takmer 10 percent. Na základe týchto zistení začala Grécka vláda okamžite konať a spustila prvý úsporný balíček. Prijatie tohto balíčka malo zabezpečiť finančnú pôžičku od Medzinárodného menového fondu a Európskej centrálnej banky vo výške 80 miliárd Eur. Prvý úsporný balíček Gréckej vlády bol implementovaný 9. Februára 2010 a predpokladal úsporu vo výške 800 miliónov Eur. Grécka vláda zmrazila platy všetkým štátnym zamestnancom, znížila bonusy o 10 %, a taktiež znížila nadčasy a realizované pracovné cesty pracovníkom štátnej správy.

V marci 2010 sa Grécka vláda schválila k zvýšeniu dane z obratu o 2 percentá z dôvodu stimulácie príjmov štátneho rozpočtu v nasledujúcom období. To však nemalo skoro žiadny ekonomický efekt a skôr Grécko zasiahla nová negatívna správa o zrevidovanej úrovne štátneho rozpočtu 13,6 percenta. Táto informácia zasiahla štátne dlhopisy a ich výnosy zaznamenali nevídaný rast.⁷² Tento negatívny efekt na seba nenechal čakať a ratingová agentúra Standard and Poors okamžite znížila rating, čo podčiarklo vážnosť situácia a donútilo Grécko začať s oveľa agresívnejšími

zápatí európska centrálna banka a medzinárodný menový fond vytvorili Európsky mechanizmus pre stabilitu v hodnote 750 miliárd Eur, ktorý mal za úlohu v prípade krízy odkúpiť toxické cenné papiere, a tým stabilizovať situáciu na finančných trhoch.⁷³

⁶⁹ Approximately EUR 5.1 billion of rated securities affected. Rating Action: Moody's downgrade Greek ABS notes issued by Titlos plc. In: *Moody's INVESTORS SERVICE*. [online]. 2011. [cit. 2015-03-11]. Dostupné na internete: <https://www.moody.com/research/Moodys-downgrade-Greek-ABS-notes-issued-by-Titlos-plc--PR_192498>

⁷⁰ Greece debt rating downgraded by third agency. In: *BBC News*. [online]. 2009. [cit. 2015-03-27]. Dostupné na internete: <<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8426085.stm>>

⁷¹ Greece downgraded over high debt. In: *Europe*. [online]. 2009. [cit. 2015-04-11]. Dostupné na internete: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2763a1d6-e3fc-11de-b2a9-00144feab49a.html#axzz3XIH2IWVa>>

⁷² The unfolding Eurozone crisis. In: *BBC News*. [online]. 2012. [cit. 2015-04-03]. Dostupné na internete: <<http://www.bbc.com/news/business-13856580>>

⁷³ The unfolding Eurozone crisis. In: *BBC News*. [online]. 2012. [cit. 2015-04-03]. Dostupné na internete: <<http://www.bbc.com/news/business-13856580>>

Ďalšie roky nasledovala podobná cesta plná úsporných opatrení, znižovania ratingov ratingovými spoločnosťami, realizovania stress testov obchodných bánk a v neposlednom rade silnejúcimi protestmi gréckeho obyvateľstva.⁷⁴

Najzásadnejšie zmeny politické zmeny, a tým pádom aj radikálny obrat v prístupe k ekonomickým problémom, prišiel 25. Januára 2015, kedy radikálna lavicová strana Syriza zaznamenala svoje historické víťazstvo. Ekonomický prístup tejto strany neriešil problémy krajiny z ekonomického pohľadu, ale z pohľadu akého by si priali obyvatelia Grécka. Zvyšovanie dôchodkov, zvyšovanie zamestnancov v štátnej správe a neplnenie záväzkov veriteľom boli plán, akým sa Grécko malo podľa tejto politickej strany vymaniť z pod ekonomického tlaku, ktorému krajina čelila.

Úsporné opatrenia realizované od roku 2009 a spolupráca s medzinárodným menovým fondom a európskou úniou zabezpečovala Grécku ekonomickú, ale aj politickú podporu. Počas nasledujúcich rokov samozrejme nezamestnanosť rástla, keďže prichádzalo k prečisteniu trhu a umelo navyšovaná úroveň hospodárstva Grécka sa stabilizovala. Podľa informácii z Eurostatu sa nezamestnanosť v Grécku dostala na maximálnu úroveň v 3. kvartáli 2013, kedy dosiahla úroveň 27,8 %. Od tohto bodu sa rast nezamestnanosti zastavil a vo 4. kvartáli v roku 2014 dosiahol úroveň 26,2 %. Táto úroveň bola pre Grécko značne negatívnym faktorom a nasvedčoval o nepriaznivej ekonomickej situácii aj po takmer 6 rokoch od začiatku dlhovej krízy v Európe.⁷⁵

4.2.3 Monetárne intervencie ECB v období dlhovej krízy

Zrevidovaná hodnota gréckeho štátneho deficitu za rok 2009 bola zverejnená v apríli 2010. Hodnota štátneho deficitu Grécka za predchádzajúci rok dosiahla úroveň 13,6 percenta. Po oznámení tejto skutočnosti ratingová agentúra znížila rating gréckych štátnych dlhopisov. Táto situácia zasiahla trhy a vyvolala paniku, ktorá sa mohla transformovať do ostatných krajín veľmi rýchlo. Problémové krajiny eurozóny následne začali hlásiť problémy, a preto sa európska únia spolu s medzinárodným menovým fondom rozhodli vytvoriť Európsky mechanizmus pre stabilitu tzv. Euroval.

⁷⁴ Európsky mechanizmus stability [online]. 2015. [cit. 2015-04-02]. Dostupné na internete: <<http://esm.europa.eu/about/index.htm>>

⁷⁵ The European Crisis and the role of the financial system [online]. 2010. [cit. 2015-04-11]. Dostupné na internete: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130523_1.en.html>

Európsky mechanizmus pre stabilitu

Európska centrálna banka sa pod tlakom rizík a možných projekcií vyhrotenia situácie v Európe uchýlila k spusteniu revolučného programu implementácie menovej politiky. Išlo o tzv. Securities Markets Programme (SMP), ktorý predpokladal ciele nákupe verejných a súkromných dlhopisov v eurozóne. Program bol spustený 10. mája 2010. ECB sa uchýlila k SMP z dôvodu stabilizácie neistoty na dlhopisových trhoch.

Obavy vzbudzujúce napätie spôsobovali najmä dlhopisy členských krajín európskej únie, ktoré mali finančné ťažkosti. Tieto dlhopisy zaznamenali prudký prepád ich cien, čo znamenalo neudržateľný vzrast úrokových sadzieb v čase, kedy ECB znížila svoje základné úrokové sadzby. Základná úroková sadzba ECB bola v tomto období na úrovni 1 percenta.⁷⁶

Cieľom nákupov týchto bondov Európskou centrálnou bankou bolo zvýšiť ich ceny, a tým pádom dosiahnuť zníženie ich úrokových sadzieb. Takýmto spôsobom sa tieto dlhopisy mohli priblížiť k trhovému trendu a priblížiť svoje výnosy k úrovni ostatných obchodovaných dlhopisov. Tento program bol a ostal veľmi kontroverzným, keďže vyvolával obavy o monetizáciu verejného dlhu a jeho nízka transparentnosť vzbudzovala rôzne špekulácie. Okrem toho mnohí označili SMP za program, ktorý porušuje európske právo a poškodzuje nezávislosť Európskej centrálnej banky.⁷⁷

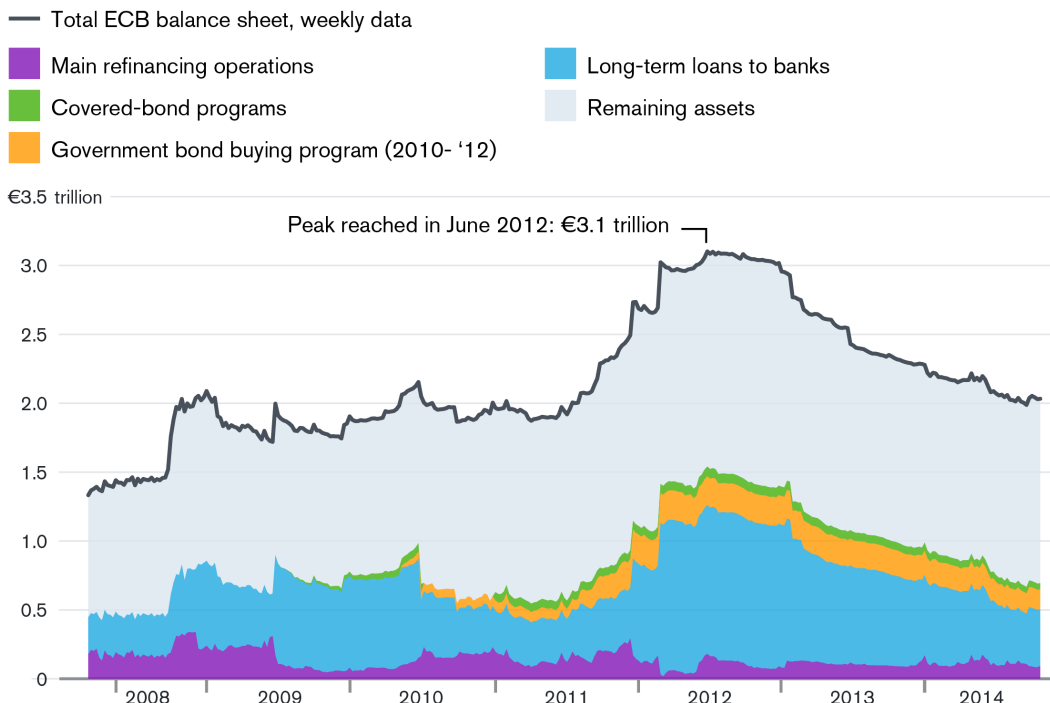
⁷⁶ ESM [online]. 2015. [cit. 2015-03-29]. Dostupné na internete: <<http://esm.europa.eu/about/index.htm>>

⁷⁷ Jana Randow. Europe's QE Quandary. In: *Bloomberg QuickTake*. [online]. 2015. [cit. 2015-03-15]. Dostupné na internete: <<http://www.bloombergtake.com/quicktake/europes-qe-quandary>>

Obrázok č. 4: Nákupy ECB počas nákupov štátnych cenných papierov v rokoch 2010 - 2012

ECB to Expand Balance Sheet

Bond buying began in October 2014 with the aim to return total assets to early 2012 levels.



zdroj: <http://www.bloombergview.com/quicktake/europes-qe-quandary>

Na grafe môžeme vidieť celkovú hodnotu súvahy Európskej centrálnej banky. Intervencie spojené s programom SMP boli realizované Európskou centrálnou bankou do februára 2012. Nákupy spojené s programom SMP boli k 6. aprílu 2012 v celkovej hodnote 214,2 miliardy Eur. Program SMP bol ukončený septembri 2012. Celková hodnota súvahy ECB dosiahla 3.1 bilióna Eur počas júna v roku 2012.⁷⁸

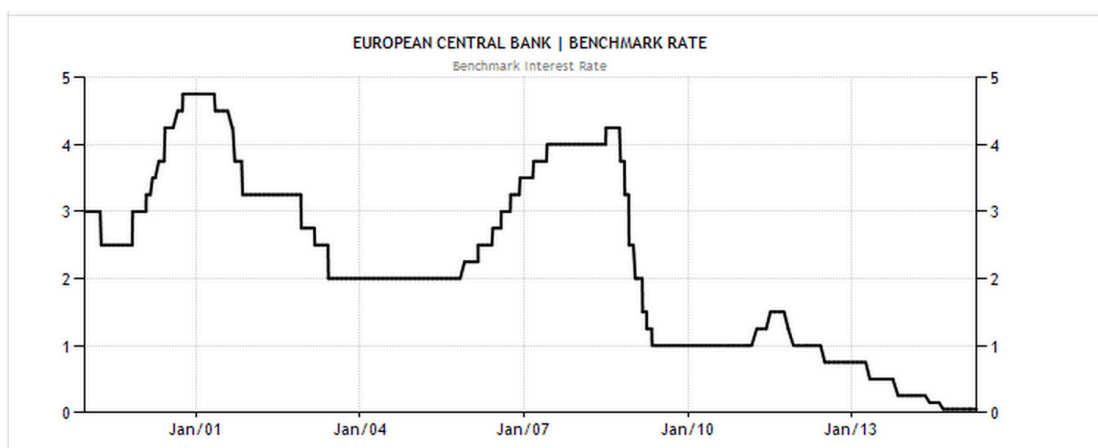
Európska centrálna banka nasledujúce roky nerealizovala žiadne agresívnejšie programy, ktoré by boli verejne diskutované a priniesli by dramatický obrat na trhu. V septembri roku 2014 Európska centrálna banka oznámila dva nové programy nákupov. Išlo o nákupy Asset backed securities purchase programme (ABSPP) a v poradí už tretí covered bond purchase programme (CBPP3). Tieto dva programy mali za úlohu posilniť monetárnu politiku eurozóny a poskytnúť stabilné zázemie v eurozóne.⁷⁹

⁷⁸ Monetary policy ECB [online]. 2015. [cit. 2015-03-24]. Dostupné na internete: <<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/index.en.html>>

⁷⁹ Causes, Consequences and Responses. In: *EUROPEAN ECONOMY 7/2009*. [online]. 2009. [cit. 2015-03-29]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf>

Začiatkom roku 2015 Európska centrálna banka oznámila strategický plán nových nákupov dlhopisov vydávaných štátmi eurozóny, vybranými agentúrami a medzinárodnými inštitúciami pôsobiacich v eurozóne. Tieto nákupy nazvala Public Sector Purchase Programme (PSPP). Spolu s ABSPP, CBPP3 a PSPP predstavovali Expanded Asset Purchase Programme (APP). Mesačné nákupy spadajúce pod programom APP počítajú s plánovaným nákupom v hodnote 60 miliárd Eur. Tieto mesačné nákupy majú byť realizované najmenej do septembra roku 2016. V každom prípade, Európska⁸⁰⁸¹

Graf č. 3: Vývoj kľúčovej úrokovej sadzby ECB v Eurozóne



zdroj: <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>

Kľúčová sadzba ECB bola využívaná z časti ako psychická podpora pre finančné trhy. Reálne efekty znižovania sadzby sa postupne presadzovali, ale pri tlaku z pretvrvávajúcej dlhovej krízy, bolo znižovanie sadziieb, iba akýmsi doplnkom. Znižovanie sadziieb neprinášalo dostatočné odzrkadlenie na makroekonomických dátach, preto sa väčšia dôležitosť prikladala práve operáciám na voľnom trhu, ktoré ECB začala realizovať v období od 2010 – 2012 a neskôr od roku 2015.⁸²

4.3 Dopady na vybrané ekonomické veličiny a akciové indexy

⁸⁰ Monetary policy ECB [online]. 2015. [cit. 2015-03-24]. Dostupné na internete: <<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>>

⁸¹ ECB začala chrliť miliardy nových eur. Nákupem dlhopisů podpoří ekonomiku eurozóny. In: *Hospodářské noviny*. [online]. 2010. [cit. 2015-04-11]. Dostupné na internete: <<http://byznys.ihned.cz/c1-63650180-ecb-zacala-chrlit-miliardy-novych-eur-nakupem-dlhopisu-podpori-ekonomiku-eurozony>>

⁸² ECB refinancing or minimum bid rate. In: *Euribor – rates. eu*. [online]. 2009. [cit. 2015-03-27]. Dostupné na internete: <<http://www.euribor-rates.eu/ecb-refinancing-rate.asp>>

Nasledujúca časť našej diplomovej práce sa bude zaoberať analýzami dopadu monetárnych intervencií na rôzne ukazovatele, čo nám poskytne komplexný obraz o stave a predošlom vývoji ekonomík, v ktorých boli ako reakcia na krízu realizované opatrenia na oživenie ekonomickej aktivity vo forme monetárnych intervencií.

4.3.1 Akciové indexy

V nasledujúcej časti zanalyzujeme dopady monetárnych intervencií na akciové indexy v USA a Eurozóne.

Akciové indexy v USA

Ako reprezentanta akciových trhov v USA sme si zvolili akciový index S&P 500, ktorý je zložený z 500 najväčších spoločností s emisiou akcií na burze NYSE a Nasdaq.

Vývoj ceny indexu S&P 500 ilustruje graf č. 4.

Graf č. 4: Vývoj ceny akciového indexu S&P 500



Zdroj: <http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5EGSPC+Interactive#>

Na grafe môžeme pozorovať prepád po vypuknutí finančnej krízy o viac ako 50 % svojej hodnoty z predošlého roka.⁸³ Tento prepád zasiahol hlavne likviditu spoločností, veľký problém však predstavoval aj pre obyvateľstvo, ktoré investovalo do akcií spoločností majoritnú časť svojich investícií, vzhľadom na výnosnosť akciových trhov. O tejto investícii mnoho obyčajných investorov prišlo aj vďaka špekulatívnym obchodom a využívaním rizikových derivátov.

Vplyv monetárnych intervencií na akciové trhy boli veľmi pozitívne, čo je možné pozorovať na grafe č. 4. Konkrétne etapy kvantitatívnych uvoľňovaní však nemali skokový efekt. Celková expanzívna menová politika Fed - u vyústila do kontinuálneho rastu trhu. Z pohľadu akciových trhov, boli kroky Fed - u efektívne a opodstatnené. Tieto opatrenia zaujali svoje miesto a finančné trhy tieto stimuly dokázali premeniť s relatívne krátkou časovou odchýlkou medzi intervenciami a reakciou trhu.

Európa akciové index

Európskym reprezentantom akciových trhov sa stal DAX 30. Nemecký akciový index, ktorý v dostatočnej miere reprezentuje obraz eurozóny v otázkach ekonomickej činnosti, keďže jednotlivé krajiny eurozóny sú do značnej miery pozitívne korelované.

Ako vidíme na grafe číslo 5, nemecký akciový index zaznamenal prepád po hypotekárnej a následnej finančnej kríze v USA. Na rozdiel od akciových trhov USA, v Európe prepukla ďalšia vlna krízy. Európska dlhová kríza značne znížila hodnotu akcií, čím zároveň prišlo k zníženiu ekonomickej činnosti v Eurozóne. Tieto problémy sa snažila brzdiť ECB. Znižovaním sadzieb a taktiež monetárnymi intervenciami.

⁸³ Beginning of the end. The collapse of Lehman Brothers. In: *The Telegraph*. [online]. 2008. [cit. 2015-03-30]. Dostupné na internete: <<http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/6173145/The-collapse-of-Lehman-Brothers.html>>

Graf č. 5: Vývoj akciového indexu DAX 30



Zdroj: <http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5EGDAXI+Interactive#>

Ako poukázal graf číslo 5, monetárne intervencie začiatkom roka 2015 mali oveľa silnejší efekt ako predošlé kroky. Zároveň je však potrebné podotknúť, že celková situácia na trhoch celosvetovo sa zlepšovala a preto za rýchlejším rastom akciových trhov stojí aj priaznivejšia situácia vo všeobecnosti.

Akciové trhy porovnanie

Ak by sme porovnávali vývoj zhodnotenia jednotlivých indexov, mohli by sme hodnotiť výnosnosť v čase a rýchlosť rastu akciových trhov po poklese ako reakcia na finančnú krízu. Nasledujúci graf číslo 6 znázorňuje vývoj a percentuálne zhodnotenie jednotlivých akciových indexov v časovom horizonte vyše 10 rokov.

Graf č. 6: Porovnanie akciových indexov S&P 500 a DAX 30



Zdroj:

<http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5EGSPC+Interactive#%7B%22range%22%3A%2210y%22%2C%22scale%22%3A%22linear%22%2C%22comparisons%22%3A%7B%22%5EGDAXI%22%3A%7B%22color%22%3A%22%23cc0000%22%2C%22weight%22%3A1%7D%7D%7D>

Ako je možné pozorovať na grafe číslo 6., vývoj akciového indexu DAX dokázal aj napriek objemovo menším intervenciám prekonať index S&P 500. Do úvahy je taktiež potrebné brať aj veľkosť a kapitalizáciu jednotlivých indexov. Tu S&P 500 jednoznačne dominuje nad DAX a aj z toho dôvodu je možné pozorovať dynamickejšiu rast nemeckého akciového indexu.

S podporov zo strany ECB vo forme kvantitatívneho uvoľňovania, ktoré bolo spustené 9. marca 2015, je možno predpokladať ďalší rast nemeckého akciového indexu.

4.3.2 HDP počas krízy

Cieľom kvantitatívneho uvoľňovania Fed-u bolo spočiatku zbaviť banky len „toxických aktív“. Neskôr sa ciele rozšírili na prekonanie krízy likvidity a podporu dôvery v medzibankový trh, aby si banky medzi sebou opäť začali požičiavať, a aby sa predišlo kolapsu ďalších finančných inštitúcií. Neskôr sa s odstupom času cieľ tejto politiky pretransformoval na podporu spotreby, zvýšenia inflačných očakávaní, či na manipuláciu úrokových výnosov štátnych cenných papierov, až nakoniec Fed deklaruje, že bude vykonávať kvantitatívne uvoľňovanie s cieľom naštartovania ekonomiky a podpory

zamestnanosti. Cieľom bolo naštartovať ekonomiku do takých čísel, ako dosahovala pred vypuknutím krízy.

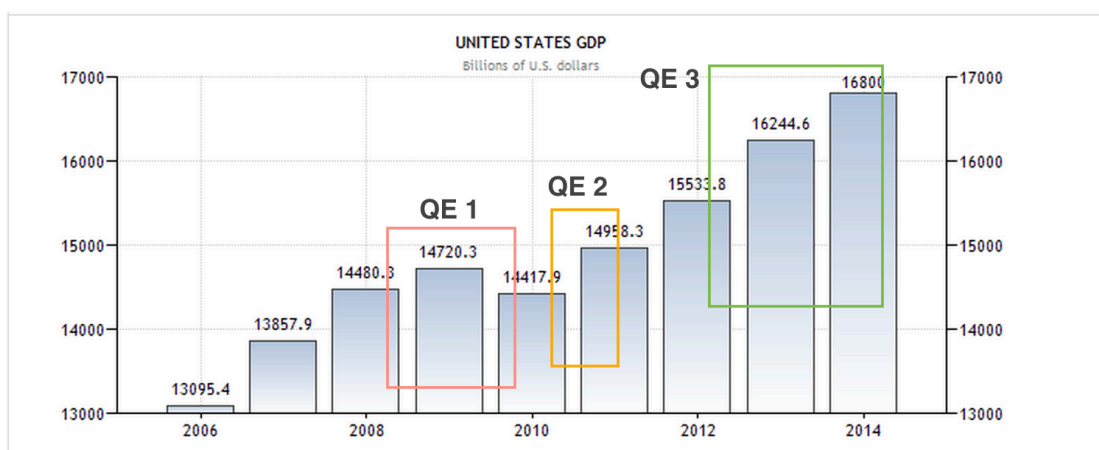
Prvom kole

Môžeme hovoriť o stabilizovaní trhu, výmenou toxických aktív za peniaze a udržanie bilančnej úrovne fedu. Následná recesia však bola nezastaviteľná fedu sa podarilo znížiť dopady od možných oveľa horších dopadov.

Druhé kole bolo vytvorené pre napumpovanie likvidity do trhu.

Tretie bolo definitívne, muselo priniesť efekt inak by ešte stále bežalo, HDP potvrdzuje svoju pozíciu, rast a stabilitu.

Graf č. 7: Vývoj HDP v USA v období realizácie jednotlivých kôl



zdroj: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/gdp> a vlastné spracovanie

V eurozóne môžeme sledovať prepád v roku 2010 ako následok finančnej krízy a v roku 2013 ako následok dlhovej krízy v Európskej únii.

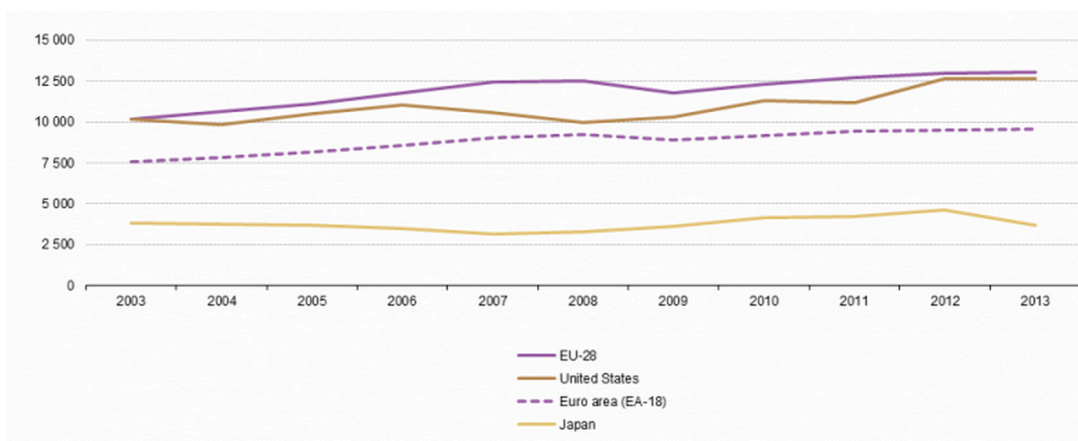
Graf č. 8: Vývoj HDP v eurozóne a začiatok kvantitatívneho uvoľňovania v EU



zdroj: <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/gdp> a vlastné spracovanie

Vývoj HDP predošlých rokov popisuje graf č. 9.

Graf č. 9: vývoj HDP v hlavných svetových ekonomikách v období 2003 - 2013



zdroj: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/images/thumb/9/98/GDP_at_current_market_prices%2C_2003%E2%80%9313_%28EUR_1_000_million%29_YB14.png/800px-GDP_at_current_market_prices%2C_2003%E2%80%9313_%28EUR_1_000_million%29_YB14.png

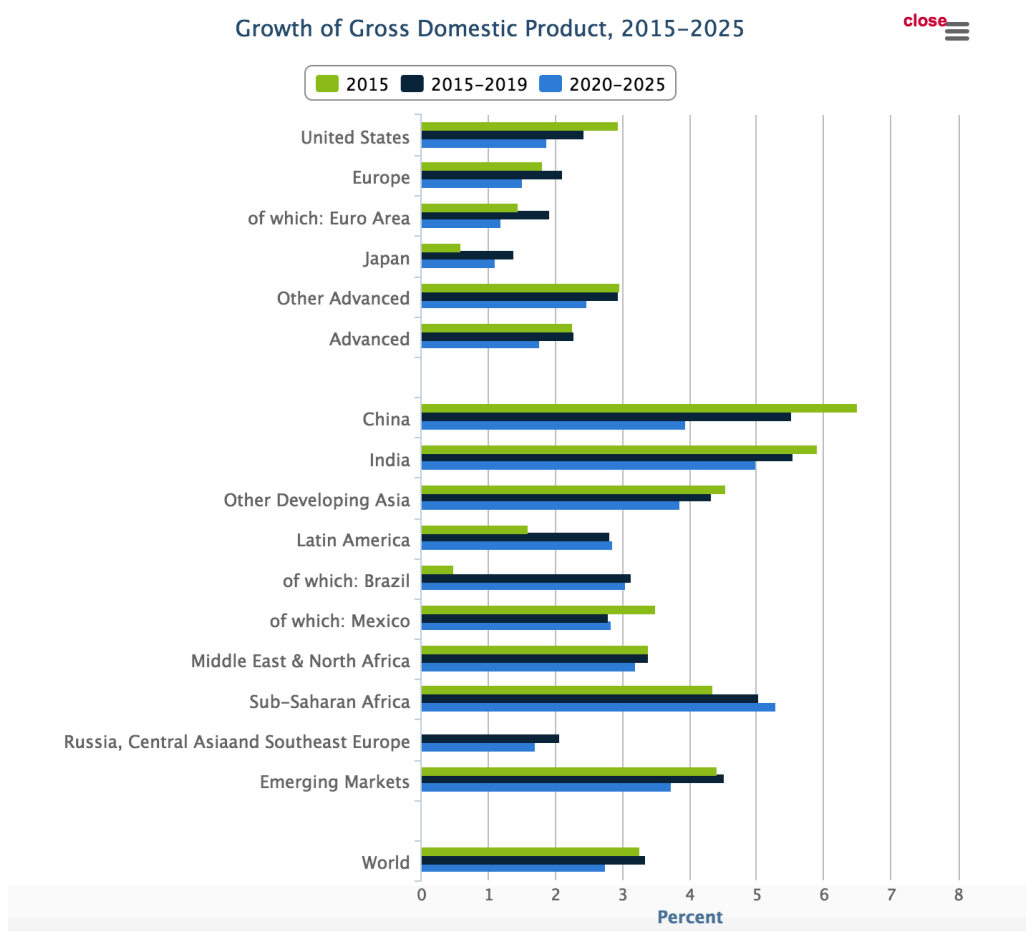
Ako vidíme, vývoj HDP Eurozóny a USA boli do vypuknutia krízy pozitívne korelované a zaznamenávali kontinuálny rast.⁸⁴

⁸⁴ Národné účty a HDP. In: Eurostat Statistics Explained. [online]. 2015. [cit. 2015-03-12]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/National_accounts_and_GDP/sk>

Budúci vývoj HDP celosvetovo

Celkové predikcie na najbližšie roky hovoria o raste zamestnanosti a raste HDP celosvetovo. Z dôvodov vysokého rastu iných rozvojových krajín ako sú India a Čína sa v najbližšej dekáde sa predpokladá spomaľovanie rastu HDP vyspelých ekonomík, akými sú USA a Európa. To však nemá na svedomí finančná kríza z roku 2008. Ale celkovo vývoj ekonomickej redistribúcie zapríčinený prirodzeným vývojom. graf číslo 10 demonštruje predpokladaný vývoj HDP v nasledujúcej dekáde.

Graf č. 10: Projektovaný rast HDP vo vybraných krajinách a celosvetovo



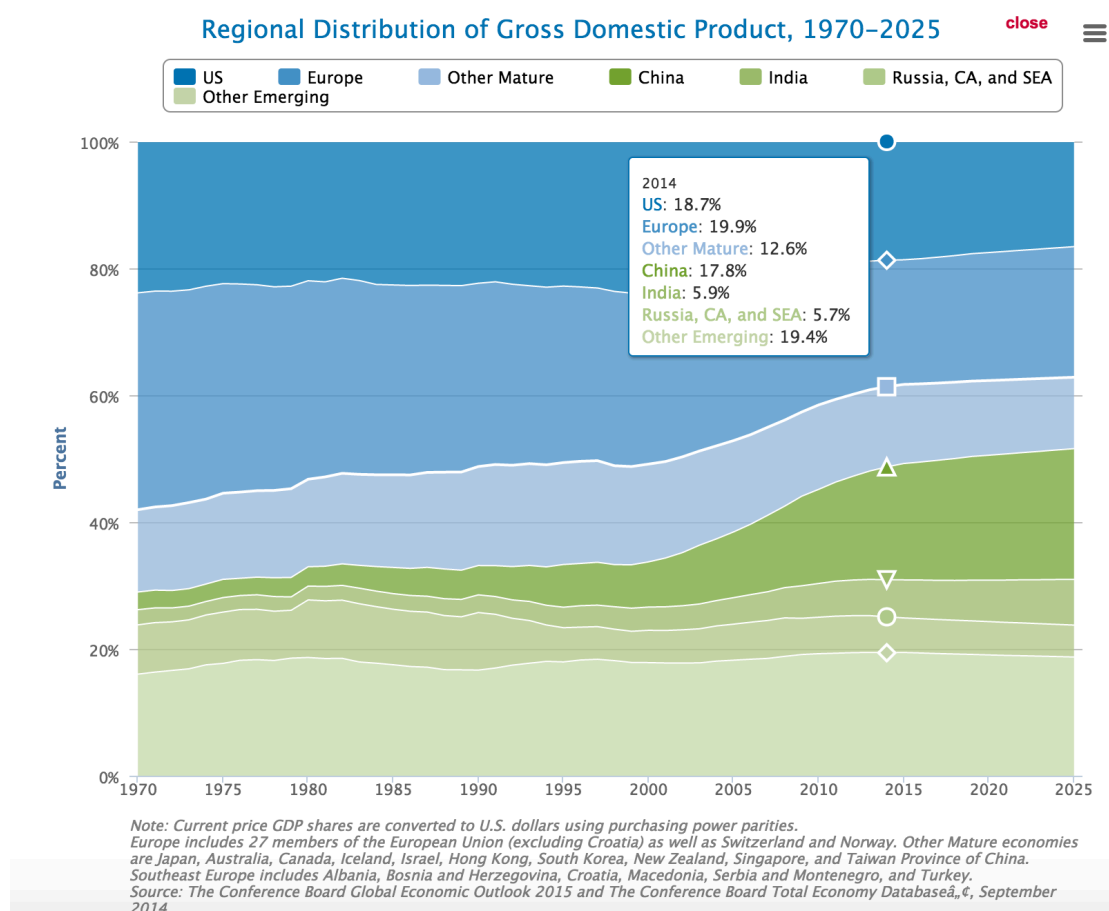
zdroj: <https://www.conference-board.org/data/globaloutlook/index.cfm?id=27451>

Na základe grafu číslo 10 môžeme zhodnotiť, že HDP má celosvetovo projektovaný rast v najbližších 5 - tich rokoch nad hranicou 3 percent, následne by sa tento rast mal mierne spomaliť tesne pod hranicu 3 percentného ročného nárastu. Z toho vyplýva, že kroky podniknuté americkým FED - om a Európskou centrálnou bankou v spolupráci s MMF sa zdajú byť dostatočným akceleračným prvkom, ktorý podľa

predpokladov naštartoval celosvetovú ekonomiku. Otázky však vyvolávajú rôzne teórie o blížiacom sa kolapse ekonomiky USA vychádzajúce z rôznych teoretických predpokladov.

Distribúcia HDP z geografického pohľadu naznačuje zmenu centra pozornosti z vyspelých krajín na krajiny rozvojové. Centrom pozornosti a finančných trhov by sa preto mali stať India a Čína, ktoré podľa regionálnej distribúcie HDP zaznamenávajú pozoruhodný rast.

Graf č. 11: Distribúcia HDP medzi hlavnými ekonomikami sveta



zdroj: <https://www.conference-board.org/data/globaloutlook/index.cfm?id=27451>

Graf číslo 11 predpokladá najmä rast čínskej ekonomiky, ktorá okrem dôležitého exportu má možnosti budovať silu domáceho trhu, a tým dosiahnuť niekoľkonásobnú akceleráciu svojho ekonomického, ako aj politického postavenia v svetovom meradle.

4.3.3 Nezamestnanosť

Pohľad na vývoj nezamestnanosti od roku 2000 do roku 2015 v krajinách USA, EU a Japonska nám prináša možnosť komparácie nie len jednotlivých úrovní nezamestnanosti v časovom rozmedzí, ale aj porovnanie ekonomických vzťahov a naviazaností jednotlivých ekonomík od porovnávaných ekonomík.

V prvom rade je možné pozorovať začiatok nárastu nezamestnanosti v USA ako prvej svetovej ekonomike, ktorá bola zasiahnutá hypotekárnou a finančnou krízou. Nasledoval extrémny nárast nezamestnanosti vplyvom zlyhania ekonomických procesov a spomalenia ekonomickej činnosti v USA. Tento rast dramaticky postupoval až do druhého kvartála 2009, čiže asi do polovice prvého kola kvantitatívneho uvoľňovania v USA.

Po problémoch v USA bola tendencia prepadu trhov a spomalenie ekonomickej činnosti premietnuté aj do nezamestnanosti. Ktorá taktiež zaznamenala dramatický rast. Pri nezamestnanosti EU však prišlo k veľkému rastu nezamestnanosti v poslednom kvartáli roku 2011 ako reakcia na dlhovú krízu v EU.

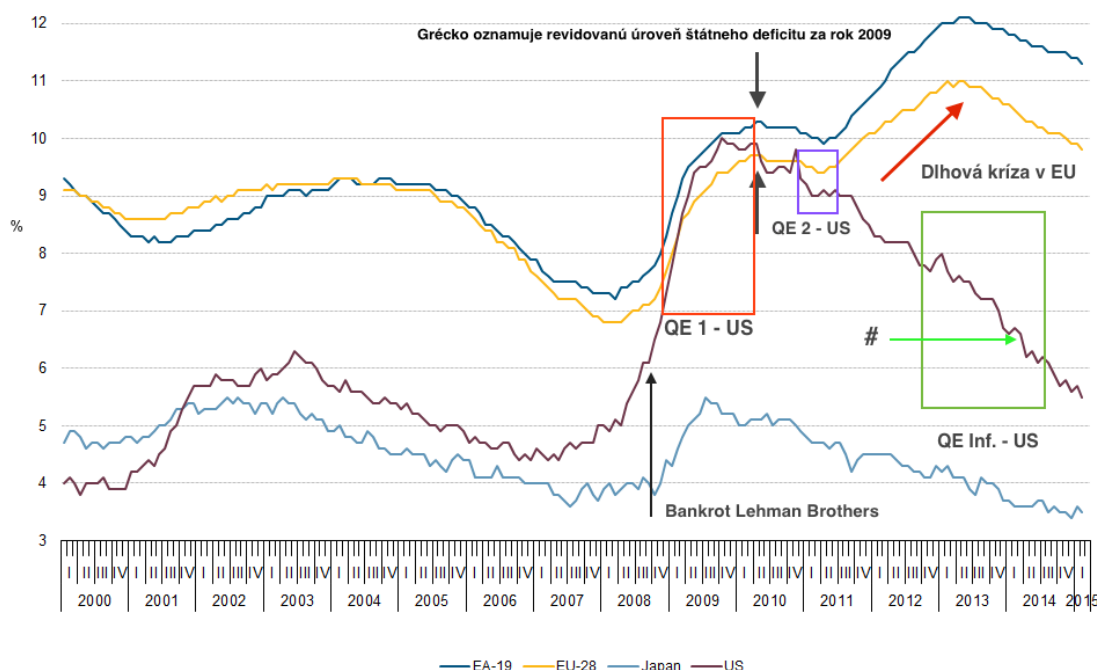
Japonská ekonomika taktiež reagovala na prepád výkonu celosvetovej ekonomiky. Avšak, vzhľadom na osobitné zákony, politiky zamestnanosti a naviazanosti dlhu na domáce obyvateľstvo, sa tento problém premietol tlmene.⁸⁵

Celkovo môžeme povedať, že jednotlivé ekonomiky pristúpili postupne k podobným opatreniam, síce v rozdielnych objemoch a v odlišných pomeroch vzhľadom na špecifickú situáciu v jednotlivých ekonomikách. Avšak išlo hlavne o znižovanie sadzieb v USA na momentálnu úroveň 0,00 – 0,25 % v EU na úroveň 0,05 %. Následne, respektíve súbežne kvantitatívne uvoľňovanie, ako relatívne rýchla reakcia Federálneho rezervného systému USA vo viacerých programoch. Kvantitatívne uvoľňovanie Japonska vyhlásené od nástupu premiéra Shinzo Abe 14 decembra 2014 s cieľom vytrhnúť krajinu s dlhoročnej deflácie a podporiť ekonomický rast. Európska centrálna banka následne 9. marca 2015 spustila program nákupu dlhodobých cenných papierov až do roku 2016 v postupných mesačných nákupoch v hodnote 60 miliárd EUR.⁸⁶

⁸⁵ Michael Ray. Timeline of key events in the European sovereign debt crisis. In: *ENCYCLOPAEDIA BRITANNICA*. [online]. 2015. [cit. 2015-03-18]. Dostupné na internete: <<http://www.britannica.com/EBchecked/topic/1795026/euro-zone-debt-crisis/301861/Timeline-of-key-events-in-the-European-sovereign-debt-crisis>>

⁸⁶ Paul Dobson. ECB Starts Buying German, Italian Government Bonds Under QE Plan. In: *BloombergBusiness*. [online]. 2015. [cit. 2015-03-25]. Dostupné na internete:

Graf č. 12: Vývoj nezamestnanosti v hlavných svetových ekonomikách



zdroj: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Unemployment_statistics a vlastné spracovanie

Efekt týchto opatrení môžeme vidieť na grafe s nezamestnanosťou. Monetárne intervencie boli hlavným liečiteľom spomínaných ekonomík. Vyskytuje sa otázka, či Európska centrála banka nezakročila príliš neskoro a aký tieto obrovské monetárne intervencie budú mať vplyv v prípade ďalších výkyvov v budúcnosti.⁸⁷

4.3.4 Inflácia

V našej diplomovej práci budeme ďalej analyzovať infláciu a jej vývoj pred, počas a následne po kríze a intervenciách centrálnych bánk v USA a Eurozóne.

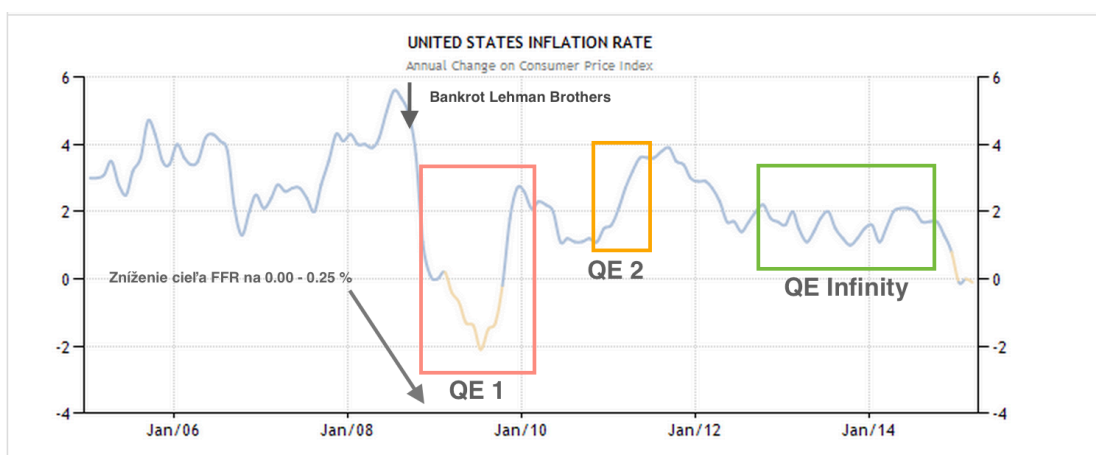
<<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-03-09/ecb-said-to-begin-buying-german-government-bonds-under-qe-plan-i71mqdno>>

⁸⁷ Eurostat Statistics Explained. [online]. 2009. [cit. 2015-03-17]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Unemployment_rates,_seasonally_adjusted,_February_2015.png>

Inflácia v USA

Pri analýze vývoja inflácie v USA v období monetárnych intervencií Fed - u. Môžeme sledovať skutočné oživenie po kríze a počas prvého kvantitatívneho uvoľňovania. Druhé kvantitatívne uvoľňovanie taktiež podporilo rast inflácia. Problémom však ostáva povolenie menovej politiky a prudká reakcia inflácie smerom na dol zobrazená na grafe číslo 13. Ukončením tretieho kvantitatívneho uvoľňovania sa hodnota amerického dolára výrazne zvýšila.

Graf č. 13: Vývoj inflácie počas realizácie kvantitatívneho uvoľňovania v USA



zdroj: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi> a vlastné spracovanie

Naveznosť hodnoty dolára na infláciu je veľmi silná a preto je evidentné, že obdobia kvantitatívnych uvoľňovaní, keď dolár oslabil pôsobili pozitívne pre rast inflácie, čím sa podporila ekonomická aktivita na finančných trhoch a v ekonomike USA celkovo.

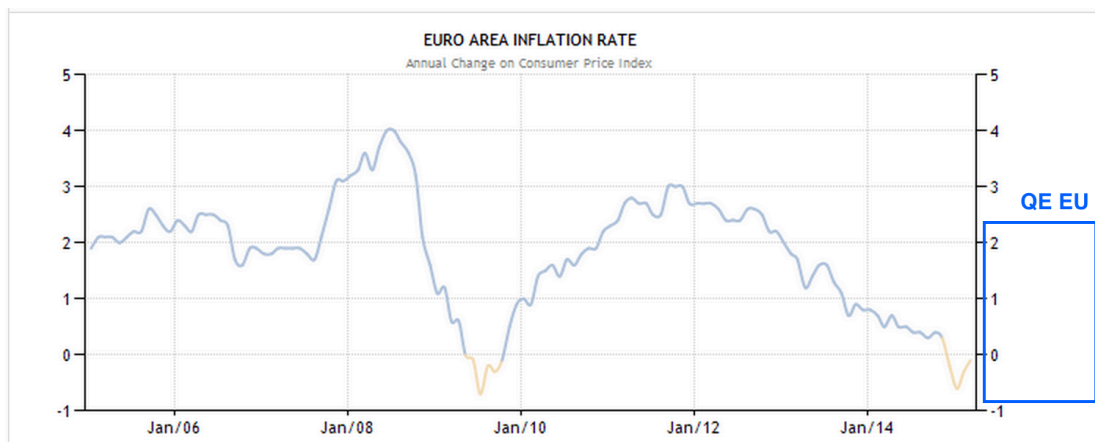
Je preto diskutabilné, či Spojené štáty americké dokážu v budúcnosti odolávať deflácií aj pri predpokladanom raste hodnoty dolára. Rast hodnoty dolára sa predpokladá z dôvodu oslabenia Eura v nadväznosti na spustenie nákupu dlhodobých štátnych dlhopisov európsky krajín.

Inflácia v Európe

Na druhej strane v Eurozóne sa ECB rozhodla riešiť problém hroziaceho prehĺbenia deflácie, pomocou kvantitatívneho uvoľňovania, čo by malo priniesť svoj efekt

v nasledujúcich kvartáloch. Graf číslo 14 znázorňuje vývoj inflácie v Eurozóne a predpokladané nákupy dlhodobých dlhopisov krajín eurozóny.

Graf č. 14: vývoj inflácie v Eurozóne v období od roku 2006 až 2015



zdroj: <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi> a vlastné spracovanie

Obrat poklesu inflácie začiatkom roka demonštruje silu vyhlásení a špekulácií, ktoré vopred predpokladali zvýšenie monetárnej bázy, čo dokázalo mierne zdvihnúť infláciu k úrovni 0 % z úrovne pod - 0,5 % v prvom kvartáli roku 2015.⁸⁸

4.4. Vplyv monetárnych intervencií na menový kurz EURUSD

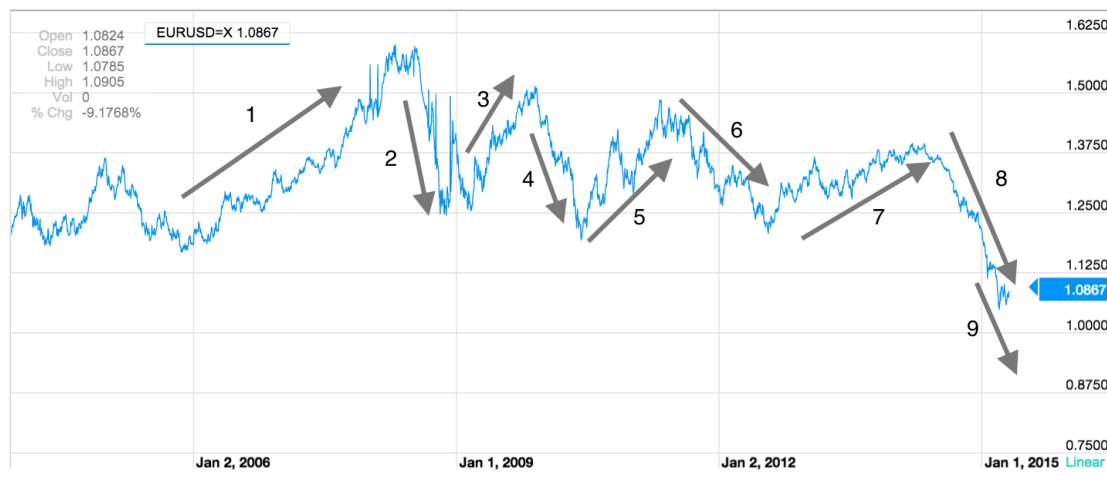
Monetárnej politiky centrálnych bánk mali vo všeobecnosti opodstatnený vplyv na ekonomickú situáciu jednotlivých krajín. Znižovanie sadzieb a kvantitatívne uvoľňovanie v USA dokázalo naštartovať ekonomiku a dosiahnuť prijateľnú úroveň nezamestnanosti, rast HDP a celkovo stabilizovať ekonomickú situáciu. Z pohľadu Európskej centrálnej banky a európskej ekonomiky sa výsledky tie dostavili, ale na ich konečný efekt si budeme musieť ešte počkať, keďže kvantitatívne uvoľňovanie, ktoré by malo zabezpečiť dostatočnú výšku inflácie a podporiť rast zamestnanosti v Európskej únii, ešte stále prebieha.

Spomínané intervencie centrálnych bánk sa okrem pozitívneho vplyvu, ktoré sa podpísali na väčšine ekonomických veličín, zasiahli aj výmenný kurz EURUSD. Vplyv centrálnych bánk a jednotlivé programy, môžeme jednoducho popísať aj na grafe výmenného kurzu euro dolár s časovým obdobím viac ako 10 rokov. Graf číslo 15

⁸⁸ Eurostat Statistics Explained. [online]. 2009. [cit. 2015-03-27]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Inflation_in_the_euro_area>

znázorňuje jednotlivé intervencie, programy alebo iné činnosti centrálnych bánk EU a USA, ktoré sa podpísali na vývoji tohto menového kurzu.

Graf. č. 15: vývoj devízového kurzu EURUSD a vplyvy monetárnych intervencií ECB a Fed



zdroj:

<http://finance.yahoo.com/echarts?s=EURUSD%3DX+Interactive#%7B%22range%22%3A%7B%22start%22%3A%222000-05-01T10%3A00%3A00.000Z%22%2C%22end%22%3A%222015-04-27T10%3A00%3A00.000Z%22%7D%2C%22scale%22%3A%22linear%22%7D> a vlastné spracovanie

Jednotlivé trendy, ktoré sú označené prislúchajúcou šípkou si ako parciálny výsledok diplomovej práce odôvodníme:

1. Po vypuknutí dot - com krízy v roku 2001 v USA sa Fed rozhodol pristúpiť k politike lacných peňazí pomocou zníženia sadzieb postupne až na 1 percento. Keďže išlo o expanzívnu politiku, monetárna báza sa zvyšovala, a tým pádom sa USD dostával pod tlak. Výsledkom bolo oslabovanie USD od začiatku roku 2006 až do obdobia, kedy sa schyľovalo k prepuknutiu hypotekárnej krízy v USA.
2. Prudké posilnenie USD nastalo tesne pred a počas hypotekárnej a finančnej krízy v USA. Finančná kríza priniesla neistotu na finančné trhy a mnohí investori sa zbavovali rôznych cenných papierov v obave, že prídu o svoje zainvestované prostriedky. Avšak americký dolár má v čase kríz prívlastok bezpečného prístavu. Keď všetky cenné papiere, ekonomiky a iné investície strácajú hodnotu a investori sa ich zbavujú, svoje peniaze si následne ukladajú do bezpečia, kde sú si istí, že o nich neprídu. Americký dolár je presne takýmto nástrojom. Vychádza sa z predpokladu, že ak americká ekonomika skrachuje a vyhlási default, skrachuje celosvetová ekonomika

a distribúcia hodnôt bude celkovo neplatná. Posledným nástrojom, ktorý udrží hodnotu, a do ktorej si každý investor odloží v čase krízy svoje prostriedky, sú americký dolár a krátkodobé štátne cenné papiere USA tzv. T-Bills so splatnosťou 1-6 mesiacov.⁸⁹

3. Po vyhlásení prvého kvantitatívneho uvoľňovania a počas jeho priebehu ekonomika USA čelila veľmi prudkým rastom nezamestnanosti, na úroveň skoro 10 %. Okrem nezamestnanosti sa ekonomika USA dostala do recesie a všetky ekonomické ukazovatele informovali o zlej pozícii ekonomiky USA. Na druhej strane Fed pokračoval v monetárnych intervenciách a znižovanie cieľa fed funds rate na úroveň 0,00 – 0,25 % prispelo k negatívnemu tlaku na USD. Z dôvodu negatívnych predikcií vývoja ekonomiky USA a intervencií fedu dolár strácal svoju hodnotu.⁹⁰
4. Na druhej strane sa objavovali problémy so zadlženými krajinami v Európe. Grécko vyhlásilo revidovanú výšku štátneho deficitu za predchádzajúci rok 2009. Táto správa šokovala finančné trhy v Európe a bola spúšťačom negatívnych správ z ostatných krajín. To spôsobilo prepád hodnoty Eura.
5. Oznámenie Fedu o spustení QE II., ktoré bolo zamerané predovšetkým na pumpovanie likvidity pomocou navýšenia monetárnej bázy nákupmi štátnych dlhodobých cenných papierov boli signálom pre oslabenie amerického dolára. Čiastočná stabilizácia rizík a relatívne zvládnutie ekonomickej nestability, ktorá mohla smerovať k rozpadu Európskej únie boli pozitívnym impulzom, ktorý tiež dopomohli k rastu Eura k úrovni 1,5000 USD za Euro 29. apríla 2011.
6. Ukončenie druhého kola kvantitatívneho uvoľňovania v júni 2011 znamenalo posilnenie USD.
7. Tretie kolo kvantitatívneho uvoľňovania bolo spustené v septembri 2012. Nedefinovaný koniec kvantitatívneho uvoľňovania priniesol oslabenie amerického dolára. Vzhľadom na pravidelnosť nákupov, bolo toto kvantitatívne uvoľňovanie miernejšie, čo sa týka vplyvu na USD a jeho oslabenia z dôvodu expanzívnej monetárnej politiky.
8. Vzhľadom na to, že bolo jasne definované posledné kolo kvantitatívneho uvoľňovania, ktoré bude realizované až do dosiahnutia jedného z dvoch cieľov, inflácie alebo nezamestnanosti bolo veľmi silno vnímané postupné rušenie kvantitatívneho

⁸⁹ Treasury Bills. In: *TreasuryDirect*. [online]. 2009. [cit. 2015-03-27]. Dostupné na internete: <https://www.treasurydirect.gov/indiv/products/prod_tbills_glance.htm>

⁹⁰ Federal Funds Chart. In: *FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK. Serving the Second District and the Nation*. [online]. 2009. [cit. 2015-03-27]. Dostupné na internete: <http://newyorkfed.org/charts/ff/>

uvoľňovania. Okrem pozitívneho vplyvu zlepšujúcej sa kondície ekonomiky USA na posilnenie amerického dolára tiež vplývalo postupné rušenie tretieho kvantitatívneho uvoľňovania.

9. Kurz EURUSD sa dostal dočasne pod úroveň 1,0500, následne však mierne vzrástol. Vzhľadom na momentálnu situáciu a s predpokladom, že FOMC pristúpi k zvyšovaniu cieľa fed funds rate a aktuálne prebiehajúce kvantitatívne uvoľňovanie Európskej centrálnej banky minimálne do roku 2016 s najväčšou pravdepodobnosťou zabezpečí prepád kurzu EURUSD pod úroveň 0,9000 amerického dolára za euro.⁹¹

⁹¹ ECB refinancing or minimum bid rate. In: *Euribor – rates. eu*. [online]. 2009. [cit. 2015-03-27]. Dostupné na internete: <<http://www.euribor-rates.eu/ecb-refinancing-rate.asp>>

5 DISKUSIA

Fungovanie finančných trhov je v dnešnej dobe sledované detailnejšie ako kedykoľvek predtým. Následne po dot - com kríze v roku 2001 v USA sa trhy len ťažko vyrovnávali s klesajúcou likviditou, ktorá bola zapríčinená prepadosť na akciových trhoch.

Federálny rezervný systém v USA pristúpil k intervenciám a postupne znížil fed funds rate z úrovne 6,25 % na úroveň až 1 %. Takýto zásah vyvolal očakávaný efekt.

Zníženie sadzieb vyvolalo zlacnenie úverov a celkový rast hospodárstva USA. Po prosperite, ktorá sa v Spojených štátoch prejavovala sa čoraz intenzívnejšie vyskytli úskalia expanzívnej monetárnej politiky Federálneho rezervného systému. Lacné úvery sa predávali rýchlejšie ako banky dokázali vyhľadávať bonitných klientov. Z toho dôvodu sa obchodné banky rozhodli znižovať kritéria a úverovať aj obyvateľov, ktorý by pred zásahom FED - u a jeho znížením fed funds rate len ťažko splnili podmienky pre získanie úveru. Takýto žiadatelia sa nazývali NINJA - no income, job or asset - bez príjmu, zamestnania a majetku. Takáto kategória prinášala veľké zisky obchodným bankám, pretože lacné peniaze získané od FED-u boli následne distribuované s maržou, čo zvyšovalo zisky bánk na historické maximá.

Po tom ako si Federálny rezervný systém uvedomil nevídanú expanziu lacných peňazí a z toho vyplývajúcu expanziu úverov, začal konať. Postupne zvýšil úrokovú sadzbu fed funds rate z 1 % na 5,25 %. Z politiky lacných peňazí sa FED rozhodol regulovať trh a prikloniť sa k politike drahých peňazí. Týmto krokom chcel obmedziť lacné úvery a regulovať trh s cieľom uviesť finančný sektor do istých hraníc normálnosti. Tento krok sa však ukázal ako maximálne radikálny.

Podporovaný skutočnosťou, že pred zvyšovaním sadzieb FED odporúčal obyvateľom prikláňať sa k úverom s flexibilnou úrokovou sadzbou. Prakticky to však znamenalo, že v prípade zvyšovania kľúčovej úrokovej sadzby by klienti obchodných bánk museli platiť vyššie úroky. V praxi sa táto situácia reálne odohrala.

Vzhľadom na to, že toto zvyšovanie fed funds rate prišlo v krátkom období, mnoho menej bonitných klientov sa s takýmto navýšením splátok nedokázalo vysporiadať, a preto ich nehnuteľnosti prepadli do rúk bánk. Banky však z málo likvidných nehnuteľností nedokázali realizovať takmer žiadny zisk, a preto bolo nutné sa ich zbaviť a premeniť hodnotu týchto aktív na likvidné prostriedky - peniaze. Z toho dôvodu tieto nehnuteľnosti začali predávať. Dramatický nárast ponuky však vyvolal pokles cien a znehodnotenie

aktív, držaných bankami. Tie navyše z dôvodu nedostačujúceho dopytu nehnuteľnosti nedokázali predat', a preto sa dostávali do existenčných ťažkostí.

Prvou bankou, ktorá takýmto problémom podľahla a reálne došlo až ku krachu, bola americká banka Lehman Brothers.

Lehman Brothers 15. septembra 2008 vyhlásila bankrot. Situácia sa však následne ešte viac zdramatizovala, keďže na finančných trhoch vznikla panika a mnoho vlastníkov rôznych aktív sa snažili dištancovať od aktív, ktoré by mohli strácať hodnotu. Toto presvedčenie však viedlo k bezprecedentnému prepadu na akciových trhoch a všetkých subsegmentoch finančného trhu. Prepad cien nehnuteľností donútil aj bonitných klientov, aby neplatili predražené hypotéky za nehnuteľnosti, ktoré aktuálne dosahovali 50 %-tnú hodnotu. Z toho dôvodu sa kríza prehĺbila dramaticky.

Zdražovanie úverov a pokles celkovej likvidity predstavovali blok pre ďalší rast ekonomiky USA a pre akýkoľvek pozitívny zvrat v ekonomike USA.

FED z pozície centrálnej banky USA pristúpil postupne na znižovanie úrokových sadzieb k cieľu 0,00 - 0,25 %. Tento krok však sám osebe nepriniesol veľký ohlas. Kríza a panika sa prehlbovala a hrozil kolaps ďalších významných bank v USA. Táto situácia mohla znamenať aj definitívny koniec americkej ekonomiky. Z toho dôvodu sa FED rozhodol pristúpiť k novým monetárnym intervenciám. Spustil prvé kolo kvantitatívneho uvoľňovania.

Cieľom prvého kola kvantitatívneho uvoľňovania bolo zabezpečiť odkúpenie „toxických“ hypotekárnych záložných listov a namiesto nich zabezpečiť pre finančné inštitúcie, ktoré nimi disponovali likviditu vo forme peňazí. Prvé kolo kvantitatívneho uvoľňovania sa teda dá označiť za úspech.

Ekonomika USA však v po prvom kole kvantitatívneho uvoľňovania čelila nezamestnanosti na úrovni skoro 10 %, recesii z pohľadu prepadu HDP a nepriaznivým ekonomickým vyhladkam.

Druhým impulzom, ktorý mal postaviť ekonomiku USA na nohy bolo druhé kolo kvantitatívneho uvoľňovania. Nákupy dlhodobých štátnych dlhopisov sa podpísali pod postupné zotavovanie economickej situácie.

Definitívnym oživením malo byť v poradí tretie kvantitatívne uvoľňovanie tzv. QE infinity. Tretie kolo kvantitatívneho uvoľňovania nemalo stanovený koniec. Preto sa taktiež nazýval nekonečné kvantitatívne uvoľňovanie.

Koniec tohto uvoľňovania mal byť zvažovaný po dosiahnutí jedného z dvoch kritérií. Prvým negatívnym kritériom bolo dosiahnutie inflácie vyššej ako 2,5 %. Druhým

cieľom bolo dosiahnutie nezamestnanosti nižšej ako 6,5 %. Cieľ dosiahnutia nezamestnanosti sa podarilo dosiahnuť, a preto sa FED rozhodol neskôr kvantitatívne uvoľňovanie úplne zastaviť. Nezamestnanosť postupne klesla pod úroveň 6 %.

Na druhej strane v Európe sa odohrával paralelne boj proti európskej dlhovej kríze, ktorá bol vyvolaná finančnou krízou v USA. Európska dlhová kríza sa prevalila v plnej sile v apríli 2010, kedy Grécko zverejnilo zrevidovanú úroveň štátneho deficitu za rok 2009 na úrovni 13,6 %.

To vyvolalo problémy postupne v ďalších európskych krajinách. Grécko, Portugalsko, Španielsko, Taliansko a neskôr Írsko a Cyprus, boli krajinami, ktoré sa dostali do ťažkostí so štátnym dlhom, a následne s bonitou pred veriteľmi. Dlh narastal, pokles cien dlhopisov zabezpečil rast výnosu z bondov a toho dôvodu sa krajiny nedokázali bez pomoci ECB a MMF dostať zo začarovaného kurzu.

ECB podobne ako FED znížila úrokové sadzby postupne na úroveň 0,05 %. Neskôr sa 9. marca 2015 uchýlila k európskemu kvantitatívnemu uvoľňovaniu. Európske kvantitatívne uvoľňovanie bolo definované ako mesačné nákupy dlhopisov problémových krajín, ktoré mala ECB realizovať v sume 60 miliárd EUR až do septembra roku 2016.

Toto opatrenie by malo nastoliť stabilitu ekonomike v Európe. Otvorenou otázkou však ostáva, či je výška nákupov dostačujúca a či sa kvantitatívne uvoľňovanie podpíše pod rast v najbližších kvartáloch.

Na základe analyzovaných makroekonomických veličín, môžeme hovoriť o účinných opatreniach z americkej strany, kedy sa podarilo naštartovať ekonomický rast a rast HDP. Znížiť nezamestnanosť a udržať infláciu v hraniciach prijateľných pre ekonomickú akceleráciu. Tieto predpoklady ekonomickej akcelerácie potvrdzujú aj ekonomické predikcie, zahrnuté v praktickej časti našej diplomovej práce.

Znižovanie úrokových sadzieb a kvantitatívne uvoľňovania v správnych dávkach môžu podporiť ekonomickú činnosť. Je však veľmi podstatné realizovať tieto monetárne intervencie s predvídavým pohľadom na možné dôsledky a vyhnúť sa novej nadbytočnej expanzii monetárnej bázy, ktorá sa v po kríze v roku 2001 podpísala pod príčiny vzniku hypotekárnej krízy v roku 2008.

Monetárne zásahy centrálnych bánk naozaj môžu rýchliť ozdravenie ekonomiky po kríze, je však nutné realizovať tieto opatrenia s najvyššou profesionalitou a predpokladať možné dopady so značnou časovou odchýlkou.

ZÁVER

V závere našej diplomovej práce zhodnotíme dosiahnutie našich cieľov, ktoré sme si stanovili v kapitole číslo 2.

Prvým parciálnym cieľom bolo definovanie finančného trhu, jeho účastníkov a jednotlivé segmenty. Tento cieľ sa nám podaril naplniť v teoretickej časti, kde sme popísali jednotlivé segmenty finančného trhu, jeho účastníkov a podstatné náležitosti k porozumeniu ďalšej časti diplomovej práce.

Druhým parciálnym cieľom bolo definovanie centrálnej banky a nástrojov monetárnej politiky, ktorým sme sa venovali v praktickej časti. Tento cieľ sa nám podarilo naplniť taktiež v teoretickej časti, kde sme si jednotlivé pojmy definovali a popísali v dostatočnom rozsahu pre ďalšie časti práce.

Tretím parciálnym cieľom bolo identifikovanie a popísanie príčin finančnej krízy a jej jednotlivé štádia v USA a Európe. Jednotlivé časti sme si priblížili v praktickej časti, kde sme špecificky vyčlenili možné príčiny jednotlivých kríz.

Štvrtým cieľom bolo definovanie a popísanie priebehu jednotlivých činností centrálnych bánk v jednotlivých ekonomikách USA a Európe. V praktickej časti sme sa dopodrobna venovali jednotlivým krokom centrálnych bánk. Popísali sme si možné dopady jednotlivých činností centrálnych bánk.

Hlavný cieľ našej diplomovej práce sme popísali v praktickej časti, kde sme sa venovali konkrétnym dopadom monetárnych intervencií na makroekonomické veličiny, akými sú inflácia, HDP, nezamestnanosť. Na záver sme dopodrobna analyzovali vplyvy monetárnych intervencií ECB a FED - u na menový kurz EURUSD. Táto analýza jednotlivo popisuje oslabovanie a posilňovanie jednotlivých mien USD a EUR.

Vyjadrením monetárnych intervencií na konkrétnych makroekonomických veličinách a evidentných zmenách kurzu EURUSD sa nám podarilo dokázať priamy vplyv, respektíve pozitívnu koreláciu medzi expanzívnou politikou centrálnych bánk a vývojom ekonomických veličín, teda vývojom konkrétnej ekonomiky ako následok monetárnej intervencie.

Intervencie centrálnych bánk teda majú veľký a opodstatnený zmysel v regulácii finančných trhov v dnešnej dobe.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

Knižné zdroje

[1] BALÁŽ, V. 2009. *Riziko a neistota – Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*. Bratislava: VEDA. 2009. 451 s. ISBN 978 – 80 – 22410 – 82 – 3.

[2] BIKÁR, M. 2012. *Finančné investície – I.vydanie*. Bratislava: EKONÓM. 2012. 192 s. ISBN 978 – 80 – 22534 - 44 – 4,

[3] ČULKOVÁ, K. a kolektív. 2008. *Finančné investovanie*. Košice: Technická univerzita v Sošiciach. 2008. 61 s. ISBN 978 – 80 – 553 – 0132 – 7.

[4] CHOVANCOVÁ, B. a kolektív. 2014. *Finančné trhy – nástroje a transakcie*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 664 s. ISBN 978 – 80 – 81680 – 06 – 9.

[5] GAZDA, V. 2012 *Rozličné teoretické koncepcie rovnováhy s dôrazom na modelovanie finančných trhov inauguračná prednáška v obore inaugurovania 3.3.6. Financie, bankovníctvo a investovanie*. Košice: Technická univerzita v Košiciach. 2012. 41 s. ISBN 978 – 80 – 55312 – 74 – 3.

[6] GRMANOVÁ, E. 2004. *Poistný trh a finančné investovanie*. Nové Zámky: Crocus. 2004. 181 s. ISBN 80-88992-74-5.

[7] HONTYOVÁ, K., LISÝ, J., MAJDÚCHOVÁ, H. 2014. *Základy ekonómie a ekonomiky*. Bratislava: EKONÓM. 2014. 198 s. ISBN 978-80-225-3823-7.

[8] HRVOĽOVÁ, B. 1994. *Finančný trh – I. vydanie*. Bratislava: EMKA. 1994. 80 s. ISBN 80 – 967 – 207 – 9 – 1.

[9] HRVOĽOVÁ, B. – NINČÁKOVÁ, L. – VÁVROVÁ, K. 1994. *Analýza finančných trhov*. Bratislava: SPRINT. 1994. 564 s. ISBN 80 – 967207 – 9 – 1.

- [10] JELÍNEK, J. 2002. *Finanční a komoditní deriváty*. Praha: Grada Publishing. 2002. 78 s. ISBN 80 – 247 – 0342 – 4.
- [11] JÍLEK, J. 2005. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. Praha: Grada Publishing. 2005. 744 s. ISBN 80 - 247 – 109 – 9 - 4.
- [12] KLIEŠTIK, T. 2008. *Investment management: Financial investments: Európsky sociálny fond – 1. vydanie*. Žilina: Žilinská univerzita. 2008. 138 s. ISBN 978 – 80 – 80709 – 50 – 1.
- [13] KOTLEBOVÁ, J., SOBEL, O. 2007. *Menová politika*. Bratislava: Iura Edition, 2007. 311 s. ISBN 978-80-8078-092-0
- [14] MARKOVIČ, P. 2007. *Manažment finančných rizík podniku – 1. vydanie*. Bratislava: IURA EDITION. 2007. 383 s. ISBN 978 – 80 – 8087 – 132 – 3.
- [15] MLYNAROVÍČ, V. 2001. *Finančné investovanie: teória a aplikácie*. Bratislava: IURA EDITION. 2001. 293 s. ISBN 80 – 89047 – 16 - 5.
- [16] STEIGAUFG, S. 1999. *Investiční matematika*. Praha: Grada Publishing. 1999. 335 s. ISBN 80-7169-429-0.
- [17] URAMOVÁ, M., LACOVÁ, Ž., HRONEC, M. 2010. *Makroekonómia I*. Banská Bystrica: Univerzita Mateja Bela v Banskej Bystrici. 2010. 275 s. ISBN 978-80-557-0043-4.

Internetové zdroje

- [18] ECON.IASTATE.EDU: [online]. 2015. [cit. 2015-03-21]. Dostupné na internete: <<http://www.econ.iastate.edu/classes/econ308/tesfatsion/>>

- [19] EFINANCE.ORG.CN: Fama, E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, 383 - 417. In: *American Finance Association*. [online]. 2010. [cit. 2015-03-31]. Dostupné na internete: <<http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf>>
- [20] Documents. Norbert J. Michel, PhD. Lehman Brothers Bankruptcy and the Financial Crisis: Lessons Learned. In The Heritage Foundation – Leadership for America - *ISSUE BRIEF*. [online]. 2013. [cit. 2015-04-01]. Dostupné na internete: <http://thf_media.s3.amazonaws.com/2013/pdf/ib4044.pdf>
- [21] Documents. Emanuel Moench, James Vickery and Diego Aragon. Why Is the Market Share of Adjustable – Rate Mortgages So Low?. In *FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK – current issues – IN ECONOMICS AND FINANCE*. [online]. 2010. [cit. 2015-04-11]. Dostupné na internete: <http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci16-8.pdf>
- [22] RESEARCH.STLOUISFED.ORG: *Effective Federal Funds Rate*. [online]. 2010. [cit. 2015-04-11]. Dostupné na internete: <<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FEDFUNDS>>
- [23] FINANCIAL – DICTIONARY.THEFREEDICTIONARY.COM: S[online]. 2010. [cit. 2015-04-11]. Dostupné na internete: <<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/NINJA+loan>>
- [24] Documents. In: Consumer handbook on adjustable – rate mortgages. [online]. 2014. [cit. 2015-03-11]. Dostupné na internete: <<https://www.navyfederal.org/pdf/ebrochures/1168ep.pdf>>
- [25] Documents. Emanuel Moench, James Vickery and Diego Aragon. Why Is the Market Share of Adjustable – Rate Mortgages So Low?. In *FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK – current issues – IN ECONOMICS AND FINANCE*. [online]. 2010. [cit. 2015-04-11]. Dostupné na internete: <http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci16-8.pdf>

- [26] EUROSOP.CZ: BYDŽOVSKÁ, M. – EUROSOP. Razantný zásah Evropské centrální banky. In: *Hledání východiska z krize*. [online]. 2015. [cit. 2015-04-15]. Dostupné na internete: < <https://www.eurosop.cz/9057/sekce/hledani-vychodiska-z-krize/>>
- [27] BYZNYS.IHNED.CZ: ČTK, vel. In: ECB začala chrlit' miliardy nových eur. Nákupem dluhopisů podpoří ekonomiku eurozóny. In: *Hospodářské noviny*. [online]. 2010. [cit. 2015-04-11]. Dostupné na internete: <<http://byznys.ihned.cz/c1-63650180-ecb-zacala-chrlit-miliardy-novych-eur-nakupem-dluhopisu-podpori-ekonomiku-eurozony>>
- [28] BBC.COM: Timeline: The unfolding Eurozone crisis. In: *BBC News*. [online]. 2012. [cit. 2015-04-03]. Dostupné na internete: <<http://www.bbc.com/news/business-13856580>>
- [29] ESM.EUROPA.EU: Európsky mechanizmus stability. [online]. 2015. [cit. 2015-04-02]. Dostupné na internete: <<http://esm.europa.eu/about/index.htm>>
- [30] ECB.EUROPA.EU: The European Crisis and the role of the financial system [online]. 2010. [cit. 2015-04-11]. Dostupné na internete: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130523_1.en.html>
- [31] MOODY'S.COM. Approximately EUR 5.1 billion of rated securities affected. Rating Action: Moody's downgrade Greek ABS notes issued by Titlos plc. In: *Moody's INVESTORS SERVICE*. [online]. 2011. [cit. 2015-03-11]. Dostupné na internete: <https://www.moody's.com/research/Moodys-downgrade-Greek-ABS-notes-issued-by-Titlos-plc--PR_192498>
- [32] NEWS.BBC.CO.UK: Greece debt rating downgraded by third agency. In: *BBC News*. [online]. 2009. [cit. 2015-03-27]. Dostupné na internete: <<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8426085.stm>>
- [33] FT.COM: David Oakley. Greece downgraded over high debt. In: *Europe*. [online]. 2009. [cit. 2015-04-11]. Dostupné na internete: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2763a1d6-e3fc-11de-b2a9-00144feab49a.html#axzz3XIH2IWVa>>

[34] ESM.EUROPA.EU: [online]. 2015. [cit. 2015-03-29]. Dostupné na internete: <<http://esm.europa.eu/about/index.htm>>

[35] BLOOMBERGVIEW.COM: Jana Randow. Europe's QE Quandary. In: *Bloomberg QuickTake*. [online]. 2015. [cit. 2015-03-15]. Dostupné na internete: <<http://www.bloombergview.com/quicktake/europes-qe-quandary>>

[36] ECB.EUROPA.EU: Monetary policy [online]. 2015. [cit. 2015-03-24]. Dostupné na internete: <<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>>

[37] Documents: [online]. 2009. [cit. 2015-03-27]. Dostupné na internete: <https://www.coleurope.eu/system/files_force/research-paper/helm.pdf?download=1>

[38] Documents. Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses. In: *EUROPEAN ECONOMY 7/2009*. [online]. 2009. [cit. 2015-03-29]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf>

[39] EURIBOR – RATES.EU: ECB refinancing or minimum bid rate. In: *Euribor – rates. eu*. [online]. 2009. [cit. 2015-03-27]. Dostupné na internete: <<http://www.euribor-rates.eu/ecb-refinancing-rate.asp>>

[40] Documents: [online]. 2015. [cit. 2015-03-29]. Dostupné na internete: <<http://static4.businessinsider.com/image/52e4250869bedd404cbf462b-480/quantitative-easing.png>>

[41] TELEGRAPH.CO.UK: Beginning of the end. The collapse of Lehman Brothers. In: *The Telegraph*. [online]. 2008. [cit. 2015-03-30]. Dostupné na internete: <<http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/6173145/The-collapse-of-Lehman-Brothers.html>>

[42] BRITANNICA.COM: Michael Ray. Timeline of key events in the European sovereign debt crisis. In: *ENCYCLOPAEDIA BRITANNICA*. [online]. 2015. [cit. 2015-03-18]. Dostupné na internete: <<http://www.britannica.com/EBchecked/topic/1795026/euro-zone-debt-crisis/301861/Timeline-of-key-events-in-the-European-sovereign-debt-crisis>>

[43] BLOOMBERG.COM: Paul Dobson. ECB Starts Buying German, Italian Government Bonds Under QE Plan. In: *BloombergBusiness*. [online]. 2015. [cit. 2015-03-25]. Dostupné na internete: <<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-03-09/ecb-said-to-begin-buying-german-government-bonds-under-qe-plan-i71mqdno>>

[44] EC.EUROPA.EU: Inflation in the euro area. In: *Eurostat Statistics Explained*. [online]. 2009. [cit. 2015-03-27]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Inflation_in_the_euro_area>

[45] EC EUROPA.EU: File: Unemployment rates, seasonally adjusted, February 2015.png. In: *Eurostat Statistics Explained*. [online]. 2009. [cit. 2015-03-17]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Unemployment_rates,_seasonally_adjusted,_February_2015.png>

[46] EC.EUROPA.EU: Národné účty a HDP. In: *Eurostat Statistics Explained*. [online]. 2015. [cit. 2015-03-12]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/National_accounts_and_GDP/sk>

[47] TREASURYDIRECT.GOV: Treasury Bills. In: *TreasuryDirect*. [online]. 2009. [cit. 2015-03-27]. Dostupné na internete: <https://www.treasurydirect.gov/indiv/products/prod_tbills_glance.htm>

[48] NEWYORKFED.ORG: Federal Funds Chart. In: *FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK. Serving the Second District and the Nation*. [online]. 2009. [cit. 2015-03-27]. Dostupné na internete:< <http://newyorkfed.org/charts/ff/>>

[49] TRADINGECONOMICS.COM: United States Fed Funds Rate. In: *TRADING ECONOMICS*. [online]. 2015. [cit. 2015-03-14]. Dostupné na internete: <<http://www.tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>>

[50] TRADINGECONOMICS.COM: Euro area interest rate. In: *TRADING ECONOMICS*. [online]. 2015. [cit. 2015-03-14]. Dostupné na internete: < <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>>

[51] TRADINGECONOMICS.COM: United states inflation cpi. In: *TRADING ECONOMICS* . [online]. 2015. [cit. 2015-03-14]. Dostupné na internete:

< <http://www.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi> >

[52] TRADINGECONOMICS.COM: Euro are inflation cpi. In: *TRADING ECONOMICS*. [online]. 2015. [cit. 2015-03-14]. Dostupné na internete:

< <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi> >

[53] BANKARTE.COM: Financial crisis timeline. In: FEDERAL RESERVE. [online]. 2015. [cit. 2015-03-16]. Dostupné na internete:

<<http://www.bankrate.com/finance/federal-reserve/financial-crisis-timeline.aspx>>

[54] Documents: [online]. 2015. [cit. 2015-03-14]. Dostupné na internete:

<http://static4.businessinsider.com/image/52e4250869bedd404cbf462b-480/quantitative-easing.png>

[55] FINANCE.YAHOO.COM: [online]. 2015. [cit. 2015-03-14]. Dostupné na internete:

< <http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5EGSPC+Interactive#> >

[56] FINANCE.YAHOO.COM: [online]. 2015. [cit. 2015-03-14]. Dostupné na internete:

<<http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5EGDAXI+Interactive#>>

[57] FINANCE.YAHOO.COM: [online]. 2015. [cit. 2015-03-14]. Dostupné na internete:

```
<http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5EGSPC+Interactive#%7B%22range%22%3A%2210y%22%2C%22scale%22%3A%22linear%22%2C%22comparisons%22%3A%7B%22%5EGDAXI%22%3A%7B%22color%22%3A%22%23cc0000%22%2C%22weight%22%3A1%7D%7D%7D>
```


[58] FINANCE.YAHOO.COM: [online]. 2015. [cit. 2015-03-14]. Dostupné na internete:

[59] TRADINGECONOMICS.COM: EURO AREA. In: *TRADING ECONOMICS* .
[online]. 2015. [cit. 2015-03-15]. Dostupné na internete:
< <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/gdp>>

[61] EC.EUROPA.EU: [online]. 2015. [cit. 2015-03-15]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/images/thumb/9/98/GDP_at_current_market_prices%2C_2003%E2%80%9313_%28EUR_1_000_million%29_YB14.png/800px-GDP_at_current_market_prices%2C_2003%E2%80%9313_%28EUR_1_000_million%29_YB14.png>

[63] CONFERENCE-BOARD.ORG: THE CONFERENCE BOARD. In: GLOBAL ECONOMIC OUTLOOK. [online]. 2015. [cit. 2015-03-15]. Dostupné na internete: <www.conference-board.org/data/globaloutlook/index.cfm?id=27451>

ZOZNAM OBRÁZKOV

Obrázok č. 1: Magický trojuholník investovania	28
Obrázok č. 2: Monetárne nástroje centrálnych bánk a ich vplyv na monetárnu bázu	35
Obrázok č. 3: Nákupy cenných papierov za obdobie realizácie jednotlivých QE.....	48
Obrázok č. 4: Nákupy ECB počas nákupov štátnych cenných papierov v rokoch 2010 – 2012	57

ZOZNAM TABULIEK

Tabuľka č. 1.: Súvaha centrálnej banky.....	33
Tabuľka č. 2: Objemy nákupov cenných papierov Fed-u.....	51

ZOZNAM GRAFOV

Graf č. 1: Vývoj úverov ARM, ako podiel na úverovom trhu v USA.....	44
Graf č. 2: Vývoj fed funds rate v USA	46
Graf č. 3: Vývoj kľúčovej úrokovej sadzby ECB v Eurozóne	58
Graf č. 4: Vývoj ceny akciového indexu S&P 500.....	59
Graf č. 5: Vývoj akciového indexu DAX 30	61
Graf č. 6: Porovnanie akciových indexov S&P 500 a DAX 30.....	62
Graf č. 7: Vývoj HDP v USA v období realizácie jednotlivých kôl.....	63
Graf č. 8: Vývoj HDP v eurozóne a začiatok kvantitatívneho uvoľňovania v EU	64
Graf č. 9: Vývoj HDP v hlavných svetových ekonomikách v období 2003 – 2013.....	64
Graf č. 10: Projektovaný rast HDP vo vybraných krajinách a celosvetovo	65
Graf č. 11: Distribúcia HDP medzi hlavnými ekonomikami sveta	66
Graf č. 12: Vývoj nezamestnanosti v hlavných svetových ekonomikách	68
Graf č. 13: Vývoj inflácie počas realizácie kvantitatívneho uvoľňovania v USA.....	69
Graf č. 14: Vývoj inflácie v Eurozóne v období od roku 2006 až 2015.....	70
Graf č. 15: vývoj devízového kurzu EURUSD a vplyvy monetárnych intervencií ECB a Fed.....	71