

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

Evidenčné číslo: 101007/D/2015/ 3711814779

Efektívnosť makroekonomickej politiky vo vzťahu k akciovým trhom
Dizertačná práca

2015

Ing. Katarína Gachová

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

Evidenčné číslo: 101007/D/2015/ 3711814779

Efektívnosť makroekonomickej politiky vo vzťahu k akciovým trhom
Dizertačná práca

Študijný program: Financie a bankovníctvo

Študijný odbor: 6235 9 00 Financie

Školiace pracovisko: Katedra bankovníctva a medzinárodných financií

Školiteľ: prof. Ing. Božena Chovancová. PhD.

Bratislava 2015

Ing. Katarína Gachová



3711814779

Ekonomická univerzita v Bratislave
Národohospodárska fakulta

ZADANIE ZÁVEREČNEJ PRÁCE

- Meno a priezvisko študenta:** Ing. Katarína Gachová
Študijný program: Financie a bankovníctvo (Jednoodborové štúdium, doktorandské III. st., denná forma)
Študijný odbor: 3.3.7 Financie
Typ záverečnej práce: Dizertačná záverečná práca
Jazyk záverečnej práce: slovenský
Sekundárny jazyk: anglický
- Názov:** Efektívnosť makroekonomickej politiky vo vzťahu k akciovým trhom
- Cieľ:** Cieľom dizertačnej práce je na základe analýzy definovať jednotlivé makroekonomické faktory ako sú fiškálne stimuly, úrokové sadzby, ponuka peňazí a mieru ich vplyvu na akciové trhy, vyhodnotiť ich dopad a zmeny na akciových trhoch v jednotlivých regiónoch sveta.
- Anotácia:**
- Akciové trhy v jednotlivých finančných centrách sveta – doterajší vývoj
 - Makroekonomická analýza na akciovom trhu a jej faktory.
 - Menová politika a dopad na akciové trhy. Analýza úrokových sadzieb a ponuka peňazí v jednotlivých časových etapách so zreteľom na vývoj ekonomiky
 - rozpočtová politika a jej vplyv na akciový trh – daňová politika a vládne výdavky, účinnosť jednotlivých nástrojov.
 - vyhodnotenie efektívnosti nástrojov menovej a fiškálnej politiky so zreteľom na budúci vývoj akciových trhov
- Školiteľ:** prof. Ing. Božena Chovancová, PhD.
Katedra: KBaMF NHF - Kat. bankovníctva a medzinar. fin. NHF
Vedúci katedry: prof. Ing. Eva Horvátová, CSc.
Dátum zadania: 18.03.2010
- Dátum schválenia:** 18.03.2010
- Dr. h. c. prof. Ing. Rudolf Sivák, PhD.
predseda odborovej komisie

ČESTNÉ VYHLÁSENIE

Čestne vyhlasujem, že záverečnú prácu som vypracovala samostatne a že som uviedla všetku použitú literatúru.

V Bratislave, 20.01. 2015

Ing. Katarína Gachová

POĎAKOVANIE

Touto cestou sa chcem poďakovať *prof. Ing. Božene Chovancovej, PhD.* za odborné vedenie, cenné rady a pripomienky, ktoré som využila pri vypracovaní dizertačnej práce.

V Bratislave 20.01. 2015

Ing. Katarína Gachová

ABSTRAKT

Gachová, Katarína: Efektívnosť makroekonomickej politiky vo vzťahu k akciovým trhom. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta; Katedra bankovníctva a medzinárodných financií. – Vedúci záverečnej práce: prof. Ing. Božena Chovancová, PhD., – Bratislava: NHF EU, 2014, počet strán 131

Hlavným cieľom dizertačnej práce je na základe analýzy definovať makroekonomické faktory a mieru ich vplyvu na akciový trh. Záverečná práca je rozdelená do piatich kapitol, obsahuje 39 grafov a 25 tabuliek. Prvá kapitola je venovaná teoretickým východiskám danej problematiky. Vysvetľuje základné pojmy a súvislosti fundamentálnej analýzy, akciových trhov a makroekonomickej politiky. V druhej kapitole definujeme hlavný cieľ práce a vedľajšie ciele. Tretia kapitola obsahuje metodológiu a metódy skúmania. Štvrtá a piata časť práce je venovaná samotnej analýze makroekonomických ukazovateľov. Venujeme sa makroekonomickým ukazovateľom jednotlivých krajín, ako je HDP, peňažná zásoba, úrokové sadzby, inflácia, daňová politika a vládne výdavky a analyzujeme ich vplyv na akciový trh. Štvrtá kapitola sa venuje analýze USA a Japonska, v piatej kapitole skúmame Veľkú Britániu a Eurozónu. V závere práce sumarizujeme výsledky.

Kľúčové slová:

akciový trh, menová politika, fiškálne stimuly, fundamentálna analýza

ABSTRACT

Gachová, Katarína: *Effectiveness of macroeconomic policy in relation to the stock market*. – University of Economics in Bratislava. Faculty of National Economy; Department of Banking and International Finance. –Thesis Supervisor: prof. Ing. Božena Chovancová, PhD., – Bratislava: NHF EU, 2014, 131p.

The main objective of the thesis is based on the analysis define of macroeconomic factors and the extent of their impact on the stock market. Final thesis is divided into five chapters, contains 39 charts and 25 tables. The first chapter is devoted to theoretical basis of the issue. It explains the basic concepts and respect of fundamental analysis, stock market and macroeconomic policy. The second chapter defines the main objective of the work and secondary objectives. The third chapter includes the methodology and research methods. The fourth and fifth part is devoted to an analysis of economic indicators. We are dedicated to macroeconomic indicators of individual countries, such as GDP, money supply, interest rates, inflation, taxation and government spending, and analyze their impact on the stock market. The fourth chapter is devoted to the analysis of the US and Japan, in the fifth chapter we look at the UK and the Eurozone. We summarize the results in conclusion.

Key words:

stock market, monetary policy, fiscal incentives, fundamental analysis

Obsah

Zoznam grafov	9
Zoznam tabuliek	10
ÚVOD.....	11
1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí.....	14
1.1 Fundamentálna analýza.....	14
1.1.1 Makroekonomická politika a akciové trhy v zahraničnej a domácej literatúre.....	15
1.1.2 Benchmark akciového trhu - akciový index	20
1.2 Vplyv makroekonomickej politiky na akciový trh	31
1.2.1 Hrubý domáci produkt a kurzy akcií.....	32
1.2.2 Ponuka peňazí a akciové kurzy	33
1.2.3 Úrokové sadzby a kurzy akcií.....	33
1.2.4 Inflácia a kurzy akcií.....	35
1.2.5 Fiškálna politika a kurzy akcií	36
1.2.6 Ostatné faktory	37
2 Cieľ práce	39
3 Metodika práce a metódy skúmania.....	41
4 Výsledky práce.....	44
4.1 Makroekonomická politika a akciový trh v USA	44
4.1.1 Vplyv HDP na akciový trh.....	44
4.1.2 Úloha monetárnej politiky pri stimulovaní akciového trhu	49
4.1.3 Dopad fiškálnej politiky na akciový trh.....	60
4.2 Makroekonomická politika a akciový trh v Japonsku	64
4.2.1 HDP a kurzy akcií	64
4.2.2 Vplyv monetárnej politiky na akciový trh	71
4.2.3 Fiškálne stimuly a ich účinok na akciový trh.....	80
4.3 Makroekonomická politika a akciový trh vo Veľkej Británii.....	85
4.3.1 Vplyv HDP na akciový trh.....	86
4.3.2 Dopad monetárnej politiky na akciové kurzy	92
4.3.3 Fiškálna politika a akciový trh	103
4.4 Špecifické problémy Eurozóny a jej politiky v súvislosti s akciovým trhom	107

4.4.1	Monetárna politika a akciový trh v Eurozóne	108
4.4.2	Vplyv HDP na akciový trh v Nemecku	114
4.4.3	Fiškálna politika a jej dopad na akciový trh v Nemecku	117
5	Diskusia.....	121
5.1	Korelácie vybraných faktorov a akciových indexov	121
5.1.1	USA.....	121
5.1.2	Japonsko.....	123
5.1.3	Veľká Británia.....	125
5.1.4	Eurozóna	126
5.1.5	Nemecko	127
5.2	Komparácia závislosti jednotlivých fundamentov a akciových trhov	127
	Literatúra:	137

Zoznam grafov

Graf 1: Vývoj indexu S&P 500 od roku 1982	27
Graf 2: Vývoj indexu Nikkei 225 od roku 1982	28
Graf 3: Vývoj indexu FTSE 100 od roku 1984	29
Graf 4: Vývoj indexu Euro STOXX 50 od roku 1999.....	30
Graf 5: Vývoj indexu DAX od roku 1999	30
Graf 6: Štruktúra HDP v USA v %.....	45
Graf 7: Vývoj HDP v USA a akciového indexu S&P 500 od 1982 do 2013.....	48
Graf 8: Vývoj M2 v USA a akciového indexu S&P 500 od 1982 do 2013	50
Graf 9: Vplyv QE v USA na akciový index S&P 500.....	53
Graf 10: Vývoj základnej úrokovej sadzby v USA a akciového indexu S&P 500 od 1982 do 2013	55
Graf 11: Vývoj inflácie v USA a indexu S&P 500 od 1982 do 2013	59
Graf 12: Vývoj základnej úrokovej sadzby, M2 a inflácie v USA od 1982 do 2013	59
Graf 13: Vývoj dane z príjmu právnických osôb v USA a indexu S&P 500 od 1982 do 2013	62
Graf 14: Vývoj vládnych výdavkov v mld USD v USA a indexu S&P 500 od 1982 do 2013.....	63
Graf 15: Štruktúra HDP v Japonsku v %	67
Graf 16: Vývoj HDP v Japonsku a akciového indexu Nikkei 225 od 1982 do 2013	71
Graf 17: Vývoj M2 v Japonsku a akciového indexu Nikkei 225 od 1982 do 2013.....	74
Graf 18: Vývoj základnej úrokovej sadzby a akciového indexu Nikkei 225 od 1982 do 2013.....	76
Graf 19: Vývoj inflácie a akciového indexu Nikkei 225 od 1982 do 2013	79
Graf 20: Vývoj inflácie, základnej úrokovej sadzby a M2 od roku 1982 do 2013	79
Graf 21: Vývoj základnej dane z príjmov právnických osôb a akciového indexu Nikkei 225 od 1982 do 2013 ..	82
Graf 22: Vývoj vládnych výdavkov v mld JPY a akciového indexu Nikkei 225 od 1982 do 2013	84
Graf 23: Štruktúra HDP vo Veľkej Británii v %	86
Graf 24: Vývoj HDP vo Veľkej Británii a indexu FTSE 100 od 1982 do 2013	91
Graf 25: Vývoj M2 a indexu FTSE 100 od 1982 do 2013.....	94
Graf 26: Vplyv QE na akciový index FTSE 100.....	96
Graf 27: Vývoj základnej úrokovej sadzby vo Veľkej Británii a indexu FTSE 100 od 1982 do 2013.....	99
Graf 28: Vývoj inflácie vo Veľkej Británii a indexu FTSE 100 od 1982 do 2013	101
Graf 29: Vývoj základnej úrokovej sadzby, inflácie a M2 vo Veľkej Británii od 1981 do 2013	102
Graf 30: Vývoj základnej dane z príjmu PO vo Veľkej Británii a indexu FTSE 100 od 1982 do 2013.....	105
Graf 31: Vývoj vládnych výdavkov vo Veľkej Británii a indexu FTSE 100 od 1982 do 2013.....	107
Graf 32: Vývoj agregátu M3 a akciového indexu Euro STOXX 50 od 1999 do 2013.....	109
Graf 33: Vývoj základnej úrokovej sadzby v Eurozóne a indexu Euro STOXX 50 od 1999 do 2013.....	111
Graf 34: Vývoj inflácie v Eurozóne a indexu Euro STOXX 50 od 1999 do 2013	112
Graf 35: Vývoj inflácie, úrokových sadzieb a agregátu M3 v Eurozóne od 1999 do 2013.....	113
Graf 36: Štruktúra HDP v Nemecku v %	114
Graf 37: Vývoj HDP v Nemecku a akciového indexu DAX od 1990 do 2013	116
Graf 38: Vývoj dane z príjmov právnických osôb v Nemecku a indexu DAX od 1990 do 2013.....	118
Graf 39: Vývoj vládnych výdavkov v Nemecku a indexu DAX od 1990 do 2013	120

Zoznam tabuliek

Tabuľka 1: Vývoj HDP v USA od roku 1981 do 2013	47
Tabuľka 2: Vývoj agregátu M2 v USA od 1981 do 2013	49
Tabuľka 3: Vývoj základnej úrokovej sadzby v USA od 1981 do 2013	54
Tabuľka 4: Vývoj inflácie v USA od 1981 do 2013.....	57
Tabuľka 5: Vývoj vládnych výdavkov v USA od 1981 do 2013	63
Tabuľka 7: Vývoj HDP v Japonsku od roku 1981 do 2013.....	69
Tabuľka 8: Vývoj agregátu M2 v Japonsku od 1981 do 2013.....	73
Tabuľka 9: Vývoj základnej úrokovej sadzby v Japonsku od 1981 do 2013	75
Tabuľka 10: Vývoj inflácie v Japonsku od 1981 do 2013.....	78
Tabuľka 11: Vývoj vládnych výdavkov v % HDP od 1981 do 2013	83
Tabuľka 13: Vývoj HDP vo Veľkej Británii od 1981 do 2013	90
Tabuľka 14: Vývoj M2 vo Veľkej Británii od 1981 do 2013.....	93
Tabuľka 15: Vývoj základnej úrokovej sadzby vo Veľkej Británii od 1981 do 2013	98
Tabuľka 16: Vývoj inflácie vo Veľkej Británii od 1981 do 2013	100
Tabuľka 17: Vývoj vládnych výdavkov ako % HDP vo Veľkej Británii od 1981 do 2013	106
Tabuľka 19: Vývoj agregátu M3 v Eurozóne od 1999 do 2013	108
Tabuľka 20: Vývoj základnej úrokovej sadzby v Eurozóne od roku 1999 do 2014.....	110
Tabuľka 21: Vývoj inflácie v Eurozóne od 1999 do 2013	112
Tabuľka 23: Vývoj HDP v Nemecku od 1981 do 2013	116
Tabuľka 24: Vývoj vládnych výdavkov v Nemecku od 1990 do 2013	119
Tabuľka 6: Korelácie jednotlivých faktorov s akciovým indexom S&P.....	121
Tabuľka 12: Korelácie jednotlivých faktorov s akciovým indexom Nikkei 225.....	123
Tabuľka 18: Korelácie jednotlivých faktorov s akciovým indexom FTSE 100	125
Tabuľka 22: Korelácia menových faktorov s akciovým indexom Euro STOXX 50.....	126
Tabuľka 25: Korelácia HDP a fiškálnych faktorov s akciovým indexom DAX 50.....	127
Tabuľka 26: Korelácie jednotlivých indexov s vybranými makroekonomickými ukazovateľmi	128

ÚVOD

V poslednom období sme svedkami mnohých zmien a netradičných riešení hospodárskej situácie počas ekonomickej recesie. Ostatná kríza sa vďaka globalizácie a IT technológiám takmer okamžite rozšírila do celého vyspelého sveta a poznačila aj mnohé slabšie krajiny, ktoré sú ekonomicky naviazané na rozvinuté krajiny. Finančný sektor, ktorý sa stáva dominantným, sa nachádza v problémoch a to najmä vďaka nezodpovednému a riskantnému investovaniu. Finančné služby majú významné postavenie aj pri tvorbe hrubého domáceho produktu vyspelých krajín a preto sa problémy práve tohto sektora môžu významne podpísať na ekonomike krajiny.

Ostatná finančná kríza zmenila pohľad na vývoj ekonomiky. Krachy finančných inštitúcií a problémy celého finančného sektora poukázali na to, že smerovanie tejto oblasti ekonomiky môže vo veľkej miere ovplyvniť hospodársky rast. Od prepuknutia krízy prešlo sedem rokov a recesia stále neustúpila. Hoci po použití makroekonomických stimulov nastáva mierne zlepšenie, postupom času sa ukazuje aj toto opatrenie ako dočasné a nepostačujúce.

V súčasnej dobe sa vývoj na kapitálových trhoch stáva predmetom mnohých diskusií. Keďže ekonomiky bojujú s problémami, snažia sa obnoviť rast pomocou menových aj fiškálnych stimulov, zvýšiť domácu spotrebu a podporiť kapitálové trhy. Ako sa však ukazuje, tieto stimuly nemajú taký vplyv, aký vlády a centrálné banky očakávali. Napriek zvyšovaniu peňažnej zásoby a znižovaniu úrokových sadzieb, sa nedarí podporiť hospodársky rast a prekonať recesiu. Čoraz častejšie sa hovorí o uvoľnenej menovej politike, ktorá kvantitatívne zvyšuje peňažnú zásobu. A keďže úrokové sadzby dosahujú minimálne hodnoty, centrálné banky použili nekonvenčný nástroj výrazného zvýšenia peňažnej ponuky – kvantitatívne uvoľňovanie. Kým Európska únia sa doteraz kvantitatívnemu uvoľňovaniu snažila vyhnúť a použitie tohto menového nástroja ECB schválila až v posledných dňoch, Japonsko zvyšuje svoju peňažnú zásobu už od 90-tych rokov a to s neurčitým výsledkom.

Výrazným problémom sa v súčasnosti stáva aj výška inflácie. Hoci monetárne stimuly by mali podporiť inflačné tlaky, inflácia je stále na hranici deflácie. V niektorých obdobiach sa naviac prepadá do deflácie. V tejto súvislosti sa stále častejšie skloňuje pojem reflácia, čiže „umelé“ zvýšenie inflácie na vopred určenú výšku zvyšovaním peňažnej zásoby a zároveň aj zámerným zvyšovaním cenovej hladiny. Hoci reflácia sa v ekonomických kruhoch spomína už od roku 2010, až v tomto roku sa o nej hovorí, ako o nevyhnutnosti.

Súčasnú ekonomickú situáciu sa snažia riešiť aj vlády jednotlivých krajín. Pomocou fiškálnej politiky upravujú podmienky pre zlepšenie fungovania a rast hospodárstva a kapitálových trhov. Znižovaním daní a zvyšovaním vládnych výdavkov sa snažia podporiť podnikateľský a finančný sektor. Napriek všetkým týmto opatreniam sa nedarí naštartovať hospodársky rast a kapitálové trhy sú charakterizované výkyvmi, ktoré nezodpovedajú tomu, ako by sa trh mal správať pri použití týchto nástrojov.

Vzhľadom na tieto skutočnosti sa zdá, že akciové trhy sú vo veľkej miere v poslednom desaťročí ovplyvnené inými faktormi, ktoré vyvolávajú na trhoch volatilitu a bubliny. Nie je ľahké definovať, o ktoré fundamenty ide.

V tejto záverečnej práci sme sa zamerali na vyhodnotenie vplyvu makroekonomických fundamentov na akciový trh a na predpoklad, že počas krízových rokov, sprevádzaných akciovými bublinami a problémami v ekonomike, tradičné spôsoby riešenia recesie v hospodárstve nemajú očakávaný dopad.

Dizertačná práca je rozdelená do piatich kapitol. Prvá kapitola je venovaná spracovaním literatúry, ktorá sa venuje danej problematike - fundamentálnej analýze a akciovým trhom, teoretickým východiskám a základným pojmom. Vysvetľuje jednotlivé fundamenty a ich vplyv na akciový trh. Popisujeme v nej akciový index ako benchmark akciového trhu, jeho druhy, výpočet a funkcie. V tejto časti sme sa ďalej venujeme aj historickému vývoju vybraných akciových indexov, ich popisu a skladbe.

V druhej kapitole sme vymedzili cieľ práce, špecifikovali sme hlavný cieľ a charakterizovali vedľajšie ciele, ktoré nám pomohli dosiahnuť hlavný cieľ práce.

Tretia kapitola sa zaoberá metodológiou, ktorá bola v práci použitá na dosiahnutie hlavného a vedľajších cieľov. Popisuje postupy a metódy skúmania. V tejto kapitole sa zaoberáme aj vysvetlením jednotlivých metód a vysvetlením interpretácie výstupov.

Vo štvrtej kapitole analyzujeme vplyv makroekonomickej politiky vybraných svetových ekonomík na ich akciové trhy. Kapitola je rozdelená na štyri časti. V prvej časti sa venujeme Spojeným štátom americkým a v druhej časti analyzujeme Japonsko. Tretia a štvrtá časť je venovaná Európe a analýze jej vývoja ako protipólu k vybraným svetovým ekonomikám. V tretej časti sa zaoberáme Veľkou Britániou, ktorá patrí do Európskej únie, ale nie je súčasťou Eurozóny. V štvrtej časti sme sa zamerali na Eurozónu a jej spoločnú menovú politiku. Keďže fiškálna politika nie je jednotná, pre jej analýzu sme vybrali Nemecko, ktoré je ekonomickým lídrom Eurozóny.

Postupne analyzujeme monetárnu a fiškálnu politiku a následne vývoj akciových trhov. V závere jednotlivých častí sa venujeme

Piata kapitola je venovaná koreláciám jednotlivých fundamentov s akciovými indexami, súhrnom čiastkových záverov a zosumarizovaniu výsledkov analýz. Vysvetľujeme výsledky, vyvodzujeme závery a porovnávame ich s teóriami. Na základe týchto záverov sa snažíme určiť mieru splnenia hlavného cieľa práce.

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

1.1 Fundamentálna analýza

Fundamentálna analýza je pre ekonómov a investorov zdrojom dôležitých informácií o akciovom trhu a o vnútornej hodnote akcií. Pre ekonómov je zaujímavá z pohľadu indikátorov, ktoré pôsobia v hospodárstve krajiny a následne vplývajú na akciový trh. Investorom pomáha pri zisťovaní nadhodnotených a podhodnotených akcií, ako sa bude akciový trh správať v budúcnosti a pri rozhodovaní, ako a kam investovať. Skúma faktory, ktoré pôsobia na ceny na akciových trhoch a snaží sa zodpovedať otázku, do akej miery určitý faktor spôsobuje zmenu kurzu akcie. Fundamentálna analýza zahrňuje veľké množstvo informácií, preto je potrebné, aby tieto informácie pochádzali z dôveryhodných zdrojov.

Ak teda chceme využiť fundamentálnu analýzu a zistiť jej dopad na kurzy akcií, v prvom rade treba vysvetliť tento pojem. Fundamentálna analýza je vlastne rozbor jednotlivých indikátorov a informácií, teda fundamentov, ktoré majú vplyv na cenu aktíva. Cieľom tejto analýzy je zistiť jeho skutočnú hodnotu, v našom prípade, skutočnú hodnotu akcie a definovať vplyvy, ktoré pôsobia na jej trhovú cenu. Na základe týchto zistení sa investor rozhoduje o tom, aká bude výška jeho investície a ktoré akcie budú tvoriť jeho portfólio. Pre lepšie zhodnotenie fundamentálnej analýzy, jej reprodukovanie a použitie je dôležité, aby sa určili predbežné ciele, ktoré chceme sledovať a dosiahnuť v závislosti na kurzoch akcií. Tieto ciele si určuje investor podľa toho, na aké výsledky sa chce zamerať. Spravidla sú to najvýznamnejšie parametre, ktoré sú pre investora zaujímavé z pohľadu kvalitnej investície a samozrejme jej zhodnotenia, ako je nadhodnotenie alebo podhodnotenie jednotlivých akcií, rast hodnoty akcií, či fundament, ktorý na zmenu kurzov akcií pôsobí najviac.

Vzhľadom na široký záber fundamentálnej analýzy a množstvo údajov, s ktorými pracuje, je dôležité jej rozdelenie na užšie oblasti skúmania. Tieto oblasti sú na rôznych úrovniach hospodárstva a sú navzájom prepojené. Preto ju rozdeľujeme na:

- makroekonomickú analýzu,
- odvetvovú analýzu,
- mikroekonomickú analýzu.

Makroekonomická analýza sleduje správanie sa akciového trhu v závislosti od jednotlivých makroekonomických ukazovateľov v rámci celej ekonomiky. Vplyvom integrácie a globalizácie sa však obchodovanie na akciových trhoch stáva obchodovaním na

medzinárodnej úrovni, čiže sa neuzatvára v rámci jednej ekonomiky. Preto sa sledujú faktory na národnej, ale aj na medzinárodnej úrovni. Makroekonomická analýza skúma makroekonomické faktory, ktorých zmena vplýva nie len na hospodárstvo krajiny, ale aj na jej akciový trh. Preto je makroekonomická politika a jej pôsobenie na akciový trh hlavným predmetom skúmania analytikov. V makroekonomickej analýze sa sledujú indikátory ako hrubý domáci produkt, úrokové sadzby hlavných refinančných operácií, inflácia, peňažná ponuka, ekonomické a politické šoky či pohyb medzinárodného kapitálu. Vo fiškálnej oblasti sú to dane, ich výška, ako aj proces ich stanovenia a verejné výdavky. Čoraz častejšie sa však v súvislosti s makroekonomickými indikátormi a kurzami akcií spomína vplyv tieňovej ekonomiky, čierneho trhu alebo veľkosť korupcie. Stále viac ekonómov zastáva názor, že tieto vplyvy sú oveľa silnejšie a viac ovplyvňujú kurzy akcií, ako sa v minulosti predpokladalo. Napríklad úroveň korupcie ovplyvňuje rast hrubého domáceho produktu, čím prenesene pôsobí aj na akcie a ich ceny.

Odvetvová analýza je analýza jednotlivých odvetví. Ak chce investor urobiť kvalitnú analýzu na mikroekonomickej úrovni, je dôležité, aby vychádzal práve z odvetvovej analýzy, ktorej cieľom je identifikácia jednotlivých charakteristických znakov odvetvia a predpoveď ich vývoja.

Mikroekonomická analýza je analýza na úrovni jednotlivých podnikov. V tomto prípade môžeme hovoriť, že je to analýza firmy. Jej cieľom je stanoviť skutočnú, vnútornú hodnotu akcie, ktorú následne porovnáваме s trhovou cenou. Toto porovnanie nám odhaľuje podhodnotené alebo nadhodnotené akcie, na základe čoho sa investor môže správne rozhodnúť, aby investoval do akcií, ktoré majú potenciál ďalšieho rastu a následne aj výnosnosti.

Pre potreby našej práce sa budeme ďalej venovať makroekonomickej analýze, makroekonomickej politike, jej najdôležitejším indikátorom a jej vplyvu na akciové trhy.

1.1.1 Makroekonomická politika a akciové trhy v zahraničnej a domácej literatúre

Skúmanie faktorov, ktoré pôsobia na akciový trh na národnej úrovni, je spojené s makroekonomickou politikou daného štátu. Kým monetárna politika je spojená s veličinami ako je inflácia či úrokové sadzby, fiškálna politika sa sústreďuje na verejné výdavky, alebo systém daní. Vo všeobecnosti je efektívnosť pôsobenia makroekonomickej politiky na akciové trhy a jej fungovanie zaujímavou témou pre mnohých ekonómov. Pre lepšie pochopenie pôsobenia makroekonomickej politiky na akciové trhy je však potrebné pochopiť fungovanie samotnej makroekonomickej politiky, ako aj fungovanie akciového trhu, ako aj ich vzájomnú

interakciu. Je niekoľko publikácií, ktoré sa venujú tejto problematike, a zároveň pomerne široká oblasť kníh, ktoré sa tejto témy aspoň okrajovo dotýkajú.

Významnou publikáciou z oblasti akciových trhov je kniha *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns & Long Term Investment Strategies*¹. Jej autorom je *Jeremy Siegel*, ktorý v diele rozoberá fungovanie akciových trhov a investovanie do akcií. Opisuje najvýznamnejšie indexy, výnosy z cenných papierov a podrobne rozoberá vplyv jednotlivých makroekonomických ukazovateľov: monetárnych (ako sú úrokové sadzby, hospodársky rast a iné) a fiškálnych (napríklad dane) na kurzy akcií a ich výnosovosť. O akciových trhoch hovorí, že „sú hybnými silami pre alokáciu svetového kapitálu a fundamentálnymi motormi hospodárskeho rastu.“² Autor rozoberá jednotlivé teórie, býčie a medvedie trendy na trhu, krízy a bubliny, vysvetľuje technickú analýzu a behaviorálne prístupy.

Ďalšou významnou publikáciou z oblasti investovania na akciových trhoch a analýzy vplyvov na kurzy akcií je *The Great Reflation: How Investors Can Profit from the New World of Money*³, ktorej autorom je *Antony Boeckh*. Autor v nej rozoberá investovanie na akciovom trhu a faktory, ktoré ovplyvňujú investičné prostredie. Zameriava sa prevažne na USA, vysvetľuje pojem veľkého oživenia a ozrejmuje jeho dôsledky, ktoré sú vidinou oživenia ekonomického rastu zatláčané do úzadia. Vysvetľuje fiškálne aj monetárne zásahy v súvislosti s ich vplyvom na investovanie. Akciový trh chápe ako „mechanizmus, ktorý hľadá stále dopredu a diskontuje budúcnosť. Sú v ňom zahrnuté všetky verejne známe informácie.“⁴

Frederic S. Mishkin je profesorom bankovníctva a finančných inštitúcií na Graduate School of Business, Columbia University. V rokoch 2006 až 2008 bol členom – guvernérom Rady guvernérov Federálneho rezervného systému. Prednášal na viacerých prestížnych univerzitách a získal aj čestný titul profesora na Peoples University of China. Jeho kniha *Economics of Money, Banking, and Financial Markets*⁵ sa venuje všeobecnému pohľadu na problematiku finančného sektora. V časti o finančných trhoch sa autor zaoberá jednotlivými

¹ Siegel, J. 2007: *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns & Long Term Investment Strategies*. McGraw – Hill. New York. 2007. 380 s. ISBN 978-0-07-149470-0

² Siegel, J. 2011: *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. GRADA Publishing. Praha. 2011. 295 s. ISBN 978-80-247-3860-4. s. 293

³ Boeckh, J. A. 2010: *The Great Reflation: How Investors Can Profit from the New World of Money*. John Wiley & Sons. New Jersey. 2010. 336 s. ISBN 978-0-470-53877-7

⁴ Boeckh, J. A. 2012: *Velké oživení: Jak mohou investoři vydělat v novém světě peněz*. GRADA Publishing. Praha. 2012. 318 s. ISBN 978-80-247-4170-3. s. 155

⁵ Mishkin, F. 2009: *Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Addison Wesley. Boston. 2009. 768 s. ISBN 978-0-3215-9988-9

ukazovateľmi, ako je napríklad úroková sadzba a jej vplyv na akciové trhy, centrálnymi bankami, menovou politikou a ostatnými determinantmi, ktoré sú spojené s týmito trhmi.

Zaujímavým dielom, zaoberajúcim sa finančným systémom a jeho spojitosťou s hospodárstvom krajiny je kniha *Macroeconomics and the Financial System*⁶ od autorov *N. Gregory Mankiwa a Laurence Balla*. Obaja autori sú profesormi ekonómie, Gregory Mankiw pôsobí na Harvarde a Laurence Ball je profesorom na Johns Hopkins Univerzity. Ich dielo hovorí o krízových rokoch 2008 a 2009, o spojitosti medzi celkovou ekonomikou a finančným systémom, ktoré sa nemôžu vyvíjať samostatne.

*Money, Stock Prices and Central Bank: A Cointegrated VAR Analysis*⁷ je publikácia od autora *Marcela Wiedmanna*. Autor sa v nej venuje vektorovému autoregresnému modelu, pomocou ktorého analyzuje dlhodobé a krátkodobé správanie na akciových trhoch. Na porovnanie si vybral päť rozvinutých a tri rozvíjajúce sa ekonomiky. V diele si autor určil dva čiastkové ciele. Prvým je overenie hypotézy, ako dokáže likvidita ovplyvniť dianie na akciových trhoch, ktorú sledoval v každej krajine z troch hľadísk, a to z pohľadu širokého agregátu M3, čistých kapitálových tokov a jednoduchých medzibankových úrokových sadzieb. Druhým cieľom je zisťovanie, či centrálné banky svojou politikou naozaj dokážu ovplyvňovať dianie na akciových trhoch.

*Government versus Markets: The Changing Economic Role of the State*⁸ je publikácia, v ktorej sa autor *Vito Tanzi* venuje problematike úlohy štátu v súčasnej hospodárskej situácii a dopadu daňovej politiky a zadlženosti na ekonomiku krajiny a finančný sektor.

Autorom ďalšej publikácie *Macroeconomic Policy: Demystifying Monetary and Fiscal Policy*⁹, je *Farrokh Langdana*, ktorý vysvetľuje princípy fungovania makroekonomickej politiky. Autor jednoducho a ľahko popisuje monetárnu a fiškálnu politiku a vysvetľuje fungovanie jednotlivých makroekonomických premenných a ich vplyv na jednotlivé aktíva na kapitálových trhoch.

⁶ Mankiw, G., Ball, L. 2010: *Macroeconomics and the Financial System*. Worth Publishers. New York. 2010. 601 s. ISBN 978-1-4292-5367-3

⁷ Wiedmann, M. 2011: *Money, Stock Prices and Central Bank: A Cointegrated VAR Analysis*. Physica-Verlag. Berlin. 2011. 430 s. ISBN 978-3-7908-2647-3

⁸ Tanzi, V. 2011: *Government versus Markets: The Changing Economic Role of the State*. Cambridge University Press. New York. 2011. 390 s. ISBN 978-1-107-09653-0

⁹ Langdana, F. 2010: *Macroeconomic Policy: Demystifying Monetary and Fiscal Policy*. Springer. New York. 2010. 20 s. ISBN 978-1-4419-4596-9

Fungovaním akciového trhu a možnosťami investovania na tomto trhu sa zaoberá aj *Jason Kelly* vo svojej knihe *The Neatest Little Guide to Stock Market Investing*¹⁰. Popisuje v nej najvýznamnejšie akciové indexy a fundamenty, ktoré pôsobia na akciový trh a na kurzy akcií.

Ďalším autorom, ktorý sa zaoberá touto problematikou je *Michael Sincere*. Vo svojom diele *Understanding Stocks*¹¹ vysvetľuje základné princípy investovania do akcií. Stručným a zrozumiteľným spôsobom vysvetľuje sily pôsobiace na akcie, vysvetľuje postavenie investora a možnosti investovania.

Michael Thomsett je autorom knihy *The Stock Investor's Pocket Calculator*¹², v ktorej sa snaží jednoduchým spôsobom ozrejmiť vzorce, ktoré musí vedieť investor vypočítať, aby sa vedel správne rozhodnúť o umiestnení svojej investície. V ďalšej publikácii s názvom *Getting Started in Stock Investing and Trading*¹³ rozoberá, čo všetko musí investor vedieť a ovládať, ak chce investovať na akciovom trhu. Čitateľovi ponúka informácie o hlavných stratégiách a nástrojoch. Pomocou grafov vysvetľuje zmeny na akciových trhoch a čo ich vyvolalo.

Autorka, ktorá sa venuje problematike finančných trhov a faktormi, ktoré naň pôsobia z pohľadu internacionalizácie, je *Claudia M. Buch*. V knihe *Globalization of Financial Markets: Causes of Incomplete Integration and Consequences for Economic Policy*¹⁴ sa snaží dokázať, že medzinárodný pohyb kapitálu sprevádzajú prekážky integrácie, implicitné aj explicitné, ktoré majú vplyv na celý finančný trh. Kniha zároveň slúži aj ako prípadová štúdia pre integračné trendy vo finančnom sektore v Európe.

Aj v Čechách a na Slovensku sa autori zaoberajú makroekonomickou politikou a jej vplyvom na akciové trhy. Čo sa týka Českej republiky, je viacero autorov, ktorí riešia problematiku akciových trhov a investovania na týchto trhoch v súvislosti s fundamentálnou analýzou.

¹⁰ Kelly, J. 2010: *The Neatest Little Guide to Stock Market Investing*. Plume, Penguin Group. New York. 2010. 288 s. ISBN 978-1-101-22281-2

¹¹ Sincere, M. 2004: *Understanding Stocks*. McGraw – Hill Companies. New York. 2004. 180 s. ISBN 0-07-140913-0

¹² Thomsett, M. 2007: *The Stock Investor's Pocket Calculator*. Amacom. New York. 2007. 272 s. ISBN 978-0-8144-7460-0

¹³ Thomsett, M. 2011: *Getting Started in Stock Investing and Trading*. John Wiley & Sons. New Jersey. 2011. 232 s. ISBN 978-0-470-88077-6

¹⁴ Buch, C. M. 2004: *Globalization of Financial Markets: Causes of Incomplete Integration and Consequences for Economic Policy*. Springer-Verlag. Berlin. 2004. 249 s. ISBN 3-540-40637-9

Významným autorom v oblasti finančných trhov je profesor *Josef Jílek*. Je expertom Českej národnej banky a uznávaným odborníkom. Jeho kniha *Finanční trhy a investování*¹⁵ je prehľadom toho, čo sa deje na finančných trhoch vo svete, ale aj v Českej republike. Pozerá sa na finančný systém ako na celok a poukazuje na jeho slabiny. Popisuje jednotlivé dlhové nástroje a cenné papiere a rozoberá problematiku daňového zaťaženia, či zadlženosti domácností. Jeho ďalšia kniha *Akciové trhy a investování*¹⁶ nadväzuje na predošlú publikáciu. Kniha, najmä v prvej časti hovorí o akciových trhoch a ich vývoji. Popisuje indexy a vplyvy na ceny na akciových trhoch.

Ďalším významným autorom, ktorý sa zaoberá finančnými trhmi a investovaním na týchto trhoch, je *Pavel Kohout*. Vo svojej knihe *Finance po krizi*¹⁷ rozoberá problematiku ostatnej krízy, jej vznik a dôvody a dotýka sa dopadov zadlženosti a inflácie na investície. Zaoberá sa aj situáciou, ktorá bude nasledovať. Predpovedá problémy s menami, zadlženosťou a energetickú krízu. Jeho ďalšia publikácia *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*¹⁸ je zameraná na investície a s nimi spojené riziká, na fundamenty, ktoré skutočne majú vplyv na kurzy akcií a na akciové trhy. Popisuje súčasnú makroekonomickú situáciu v súvislosti s jej vplyvom na rozhodnutia investora. Tvrdí, že: „Skutočný význam ekonomických veličín sa môže výrazne líšiť od významu, ktorý sa im bežne prikladá. Týka sa to napríklad zložitej vzájomnej súvislosti hospodárskeho rastu a kurzu akcií, významu menových kurzov a deficitu štátneho rozpočtu.“¹⁹ Hovorí aj o tom, že: „Podstatnú úlohu zohrávajú úrokové miery, inflácia a ochrana vlastníckych práv. Hospodársky rast má význam iba ako dlhodobý trend, krátkodobé fluktuácie nehrajú úlohu.“²⁰ A ďalej konštatuje: „Obrovský význam majú ťažko vyčísliteľné faktory, hlavne politické riziko a korupcia.“²¹

*Trhy cenných papírů*²² je pulikácia od známeho českého ekonóma *Petra Musílka*. V knihe sa podrobne venuje cenným papierom, ich základným druhom a obchodovaniu s nimi. V osobitnej kapitole opisuje akcie a dlhopisy a faktory, ktoré pôsobia na ich ceny a obchodovanie s nimi.

¹⁵ Jílek, J. 2008: *Finanční trhy a investování*. Grada publishing. Praha. 2008. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4

¹⁶ Jílek, J. 2009: *Akciové trhy a investování*. Grada publishing. Praha. 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3

¹⁷ Kohout, P. 2010: *Finance po krizi*. Grada publishing. Praha. 2010. 266 s. ISBN 978-80-247-3583-2

¹⁸ Kohout, P. 2010: *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. Grada publishing. Praha. 2010. 296 s. ISBN 978-80-247-3315-9

¹⁹ Kohout, P. 2010: *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. Grada publishing. Praha. 2010. 296 s. ISBN 978-80-247-3315-9. s. 95

²⁰ Tamtiež

²¹ Tamtiež

²² Musílek, P. 2010: *Trhy cenných papírů*. Ekopress. Praha. 2010. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5

Na Slovensku je niekoľko zaujímavých publikácií v súvislosti s danou problematikou. Kniha *Finančný trh: nástroje, transakcie, inštitúcie*²³ od kolektívu autorov okolo profesorky *Boženy Chovancovej* popisuje finančný trh a jeho fungovanie. V časti o kapitálových trhoch sa venuje fundamentálnej analýze na akciovom trhu a vysvetľuje vplyv jednotlivých faktorov na kurzy akcií a následne na celý akciový trh. „Fundamentálna analýza na makroekonomickej úrovni sleduje správanie akciového trhu v rámci celej ekonomiky. Z makroekonomického pohľadu je najlepším indikátorom správania akciového trhu akciový index.“²⁴

*Fundamentálna analýza akciových trhov*²⁵ je kniha, ktorej sa autori *Eduard Baumöhl, Štefan Lyócsa a Tomáš Výrost* v časti Makroekonomická analýza venujú vzťahom medzi akciovými trhami a ekonomikou krajiny. Tvrdia, že „Makroekonomická analýza sa ako súčasť fundamentálnej analýzy zameriava na skúmanie krátkodobých a dlhodobých vplyvov makroekonomických veličín na ceny akcií. Úspešnosť podniku je preto úzko previazaná s národným hospodárstvom (v súčasnosti môžeme povedať, že aj s „globálnou ekonomikou“) a z tohto dôvodu fundamentálna analýza berie do úvahy aj tieto skutočnosti.“²⁶ Popisujú najvýznamnejšie indikátory, ako napríklad úroková sadzba alebo inflácia a vysvetľujú ich dopad na kurzy akcií.

Ďalším autorom, ktorý sa čiastočne venuje fundamentálnej analýze je *Jozef Glova*. V jeho knihe *Analýza portfólia*²⁷ sa v časti o ekonomickej analýze venuje makroekonomickým veličinám a ich vplyvu na akciový trh.

1.1.2 Benchmark akciového trhu - akciový index

Akciový index je považovaný za najdôležitejší indikátor, ktorý sleduje správanie sa akciového trhu. „Index predstavuje štatistickú veličinu, ktorá odráža zmeny v portfóliu cenných papierov. Vo väčšine prípadov je to vážený aritmetický priemer jednotlivých komponentov – cenných papierov, pričom váha týchto komponentov sa môže stanoviť rôznym spôsobom. V prípade akciových indexov je to agregatívny ukazovateľ, ktorý sa skladá

²³ Chovancová, B. a kol. 2006: *Finančný trh: nástroje, transakcie, inštitúcie*. Iura Edition. Bratislava. 2006. 611 s. ISBN 80-8078-089-7

²⁴ Chovancová, B. a kol. 2006: *Finančný trh: nástroje, transakcie, inštitúcie*. Iura Edition. Bratislava. 2006. 611 s. ISBN 80-8078-089-7. s. 276

²⁵ Baumöhl, E., Lyócsa, Š., Výrost, T. 2011: *Fundamentálna analýza akciových trhov*. Elfa. Košice. 2011. 293 s. ISBN 978-80-8086-191-6

²⁶ Baumöhl, E., Lyócsa, Š., Výrost, T. 2011: *Fundamentálna analýza akciových trhov*. Elfa. Košice. 2011. 293 s. ISBN 978-80-8086-191-6. s. 19

²⁷ Glova, J. 2010: *Analýza portfólia*. Technická Univerzita v Košiciach. Košice. 2010. 298 s. ISBN 978-80-553-0521-9

z vybraných akcií a ich trhových cien.“²⁸ Keďže v indexe sú zaznamenané zmeny kurzov jednotlivých akcií, zjednodušene môžeme povedať, že ak hodnota indexu klesá, klesajú ceny akcií a zároveň klesá výnosnosť celého akciového trhu. Z tohto pohľadu hovoríme o klesajúcom - medved'om trende. Ak naopak hodnota indexu stúpa, stúpa aj výnosnosť akcií a investori tento stav označujú rastúcim, respektíve býčím trendom. Keďže akciové indexy sú meradlom zhodnotenia investícií a zároveň ponúkajú základ pre rozvoj derivátových obchodov, môžeme o niektorých indexoch hovoriť ako o benchmarkových indexoch. V tomto ohľade je však dôležité podotknúť, že nie každý index môžeme nazvať benchmarkom akciového trhu. Benchmarkový index je index, ktorého portfólio tvoria akcie najvýznamnejších spoločností v danom hospodárstve. Slúži ako meradlo akciového trhu a je dôležitý pre porovnanie s ostatnými indexmi na trhu, prípadne s ostatnými benchmarkovými indexmi na svetovom trhu. Investori sledujú vývoj takýchto indexov a vzhľadom na ich vývoj sa rozhodujú o umiestnení svojej investície na kapitálovom trhu, čo prispieva k zvyšovaniu likvidity na trhu.

Indexy sledujú vývoj na trhu, čo znamená, že sú ukazovateľmi vývoja na akciovom trhu. Z tohto pohľadu sa indexy rozdeľujú do viacerých skupín, z ktorých najzákladnejšie rozdelenie je na:

- indexy celého trhu - All Share Index,
- odvetvové indexy - Sector Index,
- špecializované indexy - Specialized Index.

Index celého trhu (All Share Index) je index, ktorý je zameraný na sledovanie vývoja celého trhu. Skladá sa z významných akcií obchodovaných na burze. Spoločnosti, ktoré sú zastúpené v indexe, sú z rozdielnych odvetví. Vývoj tohto indexu poukazuje na celkový stav hospodárstva.

Odvetvový index (Sector Index) je index, ktorý vo svojom portfóliu združuje akcie spoločností jedného odvetvia, napríklad Dow Jones US Internet Index je zložený z akcií spoločností, ktorých primárna činnosť je spojená s internetom. V poslednom období sa stávajú odvetvové indexy pre investorov čoraz zaujímavejšie.

Špecializovaný index (Specialized Index) je index, ktorý je zameraný na spoločnosti so stredne veľkou a malou trhovou kapitalizáciou. Vzhľadom na spoločnosti, ktorých akcie špecializovaný index združuje, je pravdepodobná vyššia volatilita ako u indexu celého trhu. Špecializované indexy v období rastu zaznamenávajú vyššie zhodnotenia ako indexy celého

²⁸ Chovancová, B. a kol. 2006: *Finančný trh: nástroje, transakcie, inštitúcie*. Iura Edition. Bratislava. 2006. 611 s. ISBN 80-8078-089-7. Str. 276.

trhu a naopak, v období poklesu zasa zaznamenáva nižšiu hodnotu ako celotrhové indexy. Táto situácia je logická, keďže menšie spoločnosti výraznejšie reagujú na ekonomický cyklus. To znamená, že v čase expanzie sa dokážu rýchlejšie prispôbiť zvýšenému dopytu a elastickejšie reagovať na situáciu na trhu ako veľké podniky a v čase recesie sa horšie vyrovnávajú so stratou zákaziek.

Akciové indexy nemusia mať rovnakú konštrukciu. To, ako je index skonštruovaný, závisí od metódy, ktorá je použitá na jeho výpočet, alebo od typu cenných papierov, ktoré sú v indexe zastúpené. Základnou štatistickou veličinou používanou pri výpočte je aritmetický priemer, z čoho vyplýva, že pri výpočte hodnoty indexu sa využívajú metódy váh jednotlivých komponentov. „Na základe toho možno hovoriť o troch metódach výpočtu hodnoty akciového indexu:

- metóda trhovej kapitalizácie,
- metóda cenového váženia,
- metóda rovnakej váhy.“²⁹

Metóda trhovej kapitalizácie – táto metóda výpočtu vychádza z toho, že najväčšiu váhu v indexe má spoločnosť, ktorej aj trhová kapitalizácia je najväčšia. To znamená, že najväčšie spoločnosti majú v indexe najväčší podiel. Vzhľadom na ich ekonomickú silu je to logické, keďže hospodárske výsledky takejto spoločnosti majú oveľa väčší vplyv na celkové hospodárstvo a dianie na trhu ako menšie spoločnosti. Metódou trhovej kapitalizácie je počítaná väčšina známych svetových indexov, ako napríklad London FTSE, NASDAQ Composite Index, NYSE Composite Index, český PX 50, Standard & Poor's 500, Wilshire 5000 a jeho výpočet je nasledovný:

$$I_t = B \frac{\sum_{i=1}^n N_{i,t} P_{i,t}}{\sum_{i=1}^n N_{i,0} P_{i,0}}$$

kde:

I_t - hodnota indexu v čase t ,

B - hodnota indexu v čase $t = 0$,

$N_{i,t}$ - počet emitovaných akcií i -tej zložky v čase t ,

$N_{i,0}$ - počet emitovaných akcií i -tej zložky v čase $t = 0$.

²⁹ Chovancová, B. a kol. 2006: *Finančný trh: nástroje, transakcie, inštitúcie*. Iura Edition. Bratislava. 2006. 611 s. ISBN 80-8078-089-7. Str. 277.

- $P_{i,t}$ - cena i-tej akcie v čase t ,
 $P_{i,0}$ - cena i-tej akcie v čase $t = 0$,
 n - počet titulov zastúpených v indexe.³⁰

Metóda cenového váženía je založená na aktuálnych cenách jednotlivých akcií. V indexe sa najvyššia váha pridelí tým akciám, ktoré majú najvyššiu trhovú cenu. V tomto prípade sa nezohľadňuje trhovú kapitalizáciu spoločnosti. Ak teda hovoríme o vplyve ceny na váhu komponentu, je zrejmé, že pri rovnakom percentuálnom pohybe ceny jednotlivých komponentov je rozdielny vplyv na hodnotu indexu. Akcia, ktorá má vyššiu cenu, má aj vyšší vplyv na index. Naopak, akcia s nižšou cenou má menšiu váhu v indexe. „Cenovo vážené indexy nie sú také bežné, pretože vplyv cien spoločností na index nemá nič spoločné s relatívnou veľkosťou spoločnosti. To je ostrým kontrastom ku kapitálovo váženému indexu...“³¹ Touto metódou sú tvorené indexy ako japonský Nikkei 225 alebo Dow Jones Industrial Average. Vzorec pre výpočet indexu je jednoduchší ako pri metóde trhovej kapitalizácie a vyzerá nasledovne:

$$I_t = B \frac{\sum_{i=1}^n P_{i,t}}{\sum_{i=1}^n P_{i,0}}$$

kde:

- I_t - hodnota indexu v čase t ,
 B - hodnota indexu v čase $t = 0$,
 $P_{i,t}$ - cena i-tej akcie v čase t ,
 $P_{i,0}$ - cena i-tej akcie v čase $t = 0$,
 n - počet titulov zastúpených v indexe.³²

Metóda rovnakej váhy – je z týchto troch metód tvorby indexu v súčasnosti najmenej používaná. Táto metóda nerozlišuje medzi malou a veľkou spoločnosťou a každej priraduje rovnakú váhu. Indexy tvorené touto metódou sú prevažne odvetvové indexy a sú v nich zaradené približne rovnaké spoločnosti jedného odvetvia, či už výnosnosťou, výkonnosťou alebo veľkosťou.

³⁰ <http://www.derivat.sk/index.php?PageID=372&SearchString=jan>

³¹ Siegel, J. 2011: *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. GRADA Publishing. Praha. 2011. 295 s. ISBN 978-80-247-3860-4. s. 45

³² <http://www.derivat.sk/index.php?PageID=372&SearchString=jan>

Keďže akciové indexy sú dôležitou súčasťou akciového trhu, plnia aj mnohé funkcie. Najzákladnejšou funkciou je, že sú meradlom akciového trhu a odrážajú stav hospodárstva. Zároveň tvoria základ pre meranie výnosnosti a výkonnosti portfólia cenných papierov a sú nástrojom pre jeho optimalizáciu. Indexy sú základom aj pre derivátové obchody a indexové obchodovanie, čo znamená, že sa v poslednom období čoraz častejšie stávajú dôležitými pre derivátové produkty a pre kolektívne investovanie. Medzi ďalšie funkcie patria:

- alokačná funkcia,
- informačná funkcia,
- funkcia komplexnosti,
- funkcia aktuálnosti,
- funkcia dostupnosti,
- funkcia jednoduchosti.

Alokačná funkcia je dôležitá pri rozhodnutiach, či už sú finančné alebo investičné, indexy sa využívajú aj na predikciu kurzov jednotlivých cenných papierov.

Informačná funkcia indexov súvisí s informáciami o celom kapitálovom trhu, o jeho vyspelosti a dynamike.

Funkcia komplexnosti je založená na dostatočne veľkom trhu, ktorý musí index zahrnúť, aby bol schopný pravdivo odrážať dianie na akciovom trhu a jeho vývoj. V jeho portfóliu sa preto musia nachádzať komponenty z rôznych oblastí hospodárstva krajiny, ak sa jedná o All Share Index, prípadne z rôznych firiem jedného odvetvia, ak hovoríme o odvetvovom indexe.

Funkcia aktuálnosti je vyhľadávanou funkciou hlavne z pohľadu investorov. Súvisí s tým, že index musí byť konštruovaný takým spôsobom, aby bol schopný reagovať na zmeny v aktuálnom čase, prípadne len s veľmi malým oneskorením. Za konštrukciu indexu a jeho následné využitie je zodpovedný správca.

Funkcia dostupnosti znamená, že informácie o hodnote indexu a jeho zmenách musia byť publikované v masmédiách alebo na internete a v reálnom čase.

Funkcia jednoduchosti hovorí, že hodnotu indexu nesmú skresliť alebo iným spôsobom ovplyvniť málo obchodovateľné cenné papiere, prípadne jednorázovo uskutočnené väčšie obchody. Indexy preto musia byť ľahko pochopiteľné a transparentné pre všetkých účastníkov trhu.

Pre potreby našej práce je dôležité vymedziť akciové trhy a indexy, ktoré sa stanú predmetom skúmania. Predchádzajúce desaťročie až do súčasnosti vo vývoji akciového trhu

ukazuje mnohé anomálie a ruší klasické predstavy o mechanizme fungovania akciového trhu a vplyvu jednotlivých faktorov na jeho vývoj. Vzhľadom na túto skutočnosť sme sa zamerali na vyspelé svetové ekonomiky – USA, Japonsko a Európsku úniu, kde sa sústreďíme na Veľkú Britániu a Eurozónu, ktorej lídrom je Nemecko. Pri výbere akciových indexov sme sa sústredili na indexy, ktoré sa chápu ako benchmarky jednotlivých akciových trhov. V USA je to index Standard & Poor's 500 (S&P 500), ktorý sa stal „svetovým štandardom pre meranie výkonnosti amerických akcií.“³³ Hoci S&P 500 nie je najstarším indexom na americkom trhu³⁴, od svojho vzniku sa pokladá za benchmarkový index, ktorý najlepšie zobrazuje dianie na akciovom trhu USA. Japonský akciový trh zastupuje index Nikkei 225. Je najznámejším indexom na kapitálovom trhu v Ázii. Skladá sa z 225 spoločností, ktoré sú aktívne obchodované na tokijskej burze. Vo Veľkej Británii je to index FTSE 100. Zahŕňa 100 najväčších spoločností. Tieto spoločnosti tvoria svojou trhovou kapitalizáciou až 80 % britského akciového trhu. Benchmarkový index Eurozóny je Euro STOXX 50, ktorý sa skladá z 50 Blue-chip akcií najvýznamnejších spoločností z 12 krajín Eurozóny a to z: Belgicka, Fínska, Francúzska, Grécka, Írska, Luxemburska, Nemecka, Portugalska, Rakúska, Holandska, Španielska a Talianska. Nemecký akciový index DAX v sebe zahŕňa 30 najvýznamnejších akcií nemeckých spoločností, ktoré sú obchodované na Frankfurtskej burze.

1.1.2.1 Index Standard & Poor's 500

Index Standard & Poor's 500 (S&P 500) vznikol v roku 1957 z indexu Standard and Poor's Composite Index, ktorý bol rozšírený z pôvodných 90 akcií na 500 akcií. S&P 500 je kapitálovo vážený index a v dobe vzniku bola jeho hodnota približne 90 % z hodnoty všetkých akcií, ktoré boli kótované na newyorskej burze NYSE. V súčasnosti zahŕňa akcie firiem vo významných odvetviach americkej ekonomiky a pokrýva 75 % amerických akcií. Index je pravidelne aktualizovaný a to od svojho vzniku podľa kritérií spoločnosti Standard & Poor's. Medzi ne napríklad patria, že spoločnosti musia mať vyššiu trhovú kapitalizáciu ako 4 miliardy USD, vhodný pomer likvidity a ceny akcie, musia byť finančne silné a ich „free float“³⁵ koeficient musí byť aspoň 50%. Akcie spoločností, ktoré prestanú vyhovovať štandardom stanoveným pre zaradenie do indexu, sú nahradené akciami nových spoločností,

³³ Siegel, J. 2011: *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. GRADA Publishing. Praha. 2011. 295 s. ISBN 978-80-247-3860-4. s. 53

³⁴ Najstarším a najznámejším americkým akciovým indexom je cenovo vážený index Dow Jones Industrial Average (DJIA), ktorý bol väčšinu 20. storočia najvýznamnejší index na akciovom trhu USA. Index obsahuje 30 významných spoločností, ktoré patria medzi tzv. Blue chips. Sú to spoločnosti s dlhoročnou tradíciou a vo svojom odvetví patria medzi vedúce spoločnosti.

³⁵ Pomer obchodovaných akcií

ktoré tieto kritériá spĺňajú. Do indexu však nie sú zaradené automaticky, ale sú vybrané výborom spoločnosti Standard & Poor's.

V čase svojho uverejnenia 500 akcií v indexe zahŕňalo „425 priemyselných spoločností, 25 železníc a 50 firiem z odvetvia distribučných služieb. Do roku 1988 bol počet spoločností z každého odvetvia obmedzený podľa tohto vzoru.“³⁶

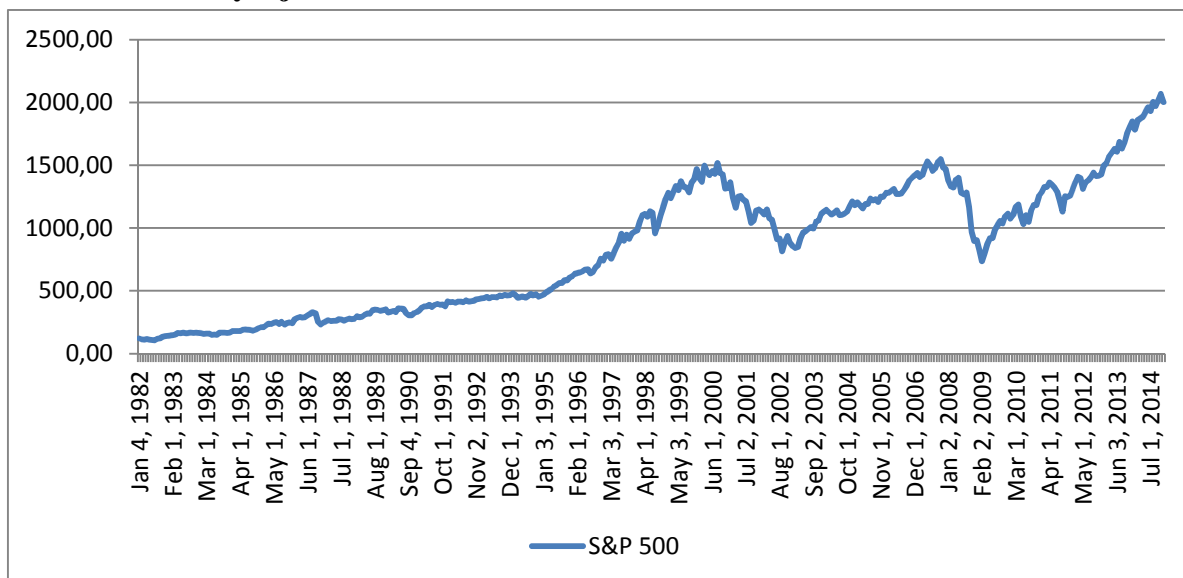
Hoci index S&P 500 sa stal takmer ihneď po svojom zverejnení benchmarkom akciového trhu USA, dôležitú úlohu zohral až v sedemdesiatych rokoch 20. storočia, kedy sa začal používať ako trhové portfólio pri testovaní modelu CAPM. Vzhľadom na tieto skutočnosti a na zloženie je tento index považovaný za jeden z najlepších indikátorov na trhu s akciami, ktorý zároveň informuje aj o stave americkej ekonomiky. Recesie, krízy, politické, či iné ekonomické šoky a vojny, ktoré sprevádzali vývoj hospodárstva USA, sa prejavili aj na hodnote indexu.

Vývoj indexu bol spojený s výkyvmi a recesiami ekonomiky USA. Do sedemdesiatych rokov však jeho poklesy boli rýchlo nahrádzané zhodnocovaním. Vážnejší prepád zaznamenal po roku 1970, kedy sa prejavili problémy v americkom hospodárstve v súvislosti s vojnou vo Vietname a so znehodnocovaním dolára, čo bolo známe ako ropné šoky. Až po roku 1980 sa situácia na akciovom trhu stabilizovala a index zaznamenal rast. V polovici deväťdesiatych rokov sa jeho hodnota začala prudko zvyšovať. Túto situáciu spôsobili akcie IT spoločností, ktorých rast vyvolal na akciovom trhu eufóriu vysokého zisku. Bol spôsobený rýchlym rozvojom internetových technológií a prudkým zvyšovaním príjmov týchto firiem. Po roku 2000 však táto technologická bublina praskla a cena akcií prudko klesla. Ďalší prepád indexu spôsobil útok na Svetové obchodné centrum, no tento pokles netrval veľmi dlho a index začal rásť už koncom roka 2002. Zatiaľ posledný veľký prepád indexu bol zaznamenaný po prepuknutí ostatnej krízy v roku 2007, ktorá znamená zatiaľ najväčšiu recesiu v povojnovom období.

Pre potreby našej práce budeme vývoj indexu analyzovať v období od roku 1982 do roku 2012 a ako prelomový rok sme si určili rok 1997. Je dôležité porovnať vývoj indexu v období, keď ekonomika USA dosahovala dlhodobý rast s obdobím, kedy je hodnota indexu sprevádzaná krízami a recesiami v hospodárstve krajiny. Rok 1997 sme si zvolili pre rast akcií internetových spoločností, ktoré následne spôsobili problémy na trhu po roku 2000.

³⁶ Siegel, J. 2011: *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. GRADA Publishing. Praha. 2011. 295 s. ISBN 978-80-247-3860-4. s. 47

Graf 1: Vývoj indexu S&P 500 od roku 1982



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: finance.yahoo.com

Je dôležité podotknúť, že prvé desaťročie 21. storočia bolo na trhu sprevádzané niekoľkými recesiami, ktoré vyvrcholili krízou v roku 2007, ktorá sa zakrátko stala globálnym problémom celého finančného sveta, čo nám v analýze poslúži na porovnanie, ako sa celková ekonomika krajiny správa v krízovom období a v období rastu v súvislosti s akciovým trhom.

1.1.2.2 Index Nikkei Stock Average (Nikkei 225)

Index Nikkei Stock Average, všeobecne nazývaný Nikkei 225, je najstarší a najvýznamnejší index v Ázii a zároveň je aj najznámejším ázijským indexom na svete. Je benchmarkovým indexom japonského akciového trhu a skladá sa z akcií 225 „blue chips“ japonských spoločností, ktoré sú kótované na tokijskej burze Tokyo Stock Exchange. Nikkei 225 sa začal prvýkrát vypočítavať v roku 1950, ale oficiálne sa začal uvádzať až v roku 1971. Nikkei 225 je považovaný aj za index, ktorý je hlavným ukazovateľom vývoja ekonomiky Japonska. Na rozdiel od S&P 500 a FTSE 100 je konštruovaný metódou cenového váženia. Z tohto dôvodu je považovaný za japonský ekvivalent indexu Dow Jones Industrial Average. Na rozdiel od DJIA je však Nikkei 225 navrhnutý a konštruovaný tak, aby pokrýval celý trh. Svoje najvyššie zhodnotenie dosiahol v roku 1989, kedy sa japonský akciový trh nachádzal na vrchole akciovej bubliny a po jej prasknutí sa ekonomika krajiny prepadla do dlhodobej recesie. Následná technologická bublina na konci dvadsiateho storočia sa na indexe neprejavila tak výrazne, ako u S&P 500 alebo FTSE 100.

Graf 2: Vývoj indexu Nikkei 225 od roku 1982



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: finance.yahoo.com

Od roku 2003 index začal rásť a po prepuknutí svetovej finančnej krízy zaznamenal mierne oživenie, čo však bola len krátkodobá zmena a od roku 2009 naďalej stagnuje. Od polovice roku 2012 však začína opäť rásť a podľa predstaviteľov japonskej centrálnej banky sa ekonomika krajiny pomaly dostáva z recesie.

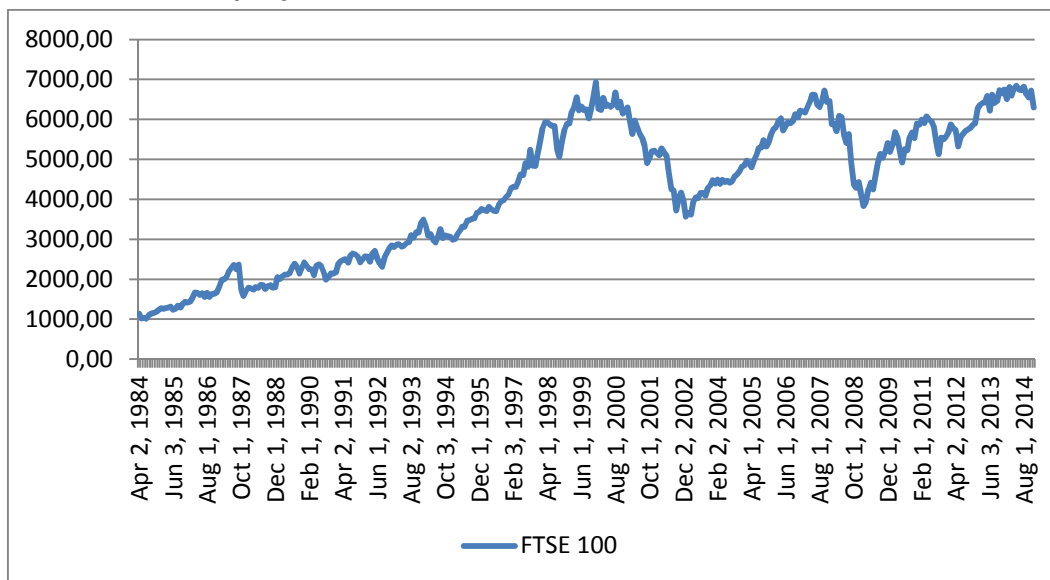
1.1.2.3 Index Financial Times Share Exchange 100

Index Financial Times Share Exchange 100 (FTSE 100) je najvýznamnejší index na britskom akciovom trhu. Z prvých troch skúmaných indexov je tento index najmladší. Vznikol v roku 1984 a je tvorený metódou trhovej kapitalizácie, rovnako ako S&P 500. Index zahŕňa 100 najväčších spoločností, ktoré, vzhľadom na trhovú kapitalizáciu, patria medzi tzv. „blue chips“ spoločnosti a ich akcie sú obchodované na londýnskej burze. Jeho zloženie je aktualizované štvrťročne, kedy sa z indexu FTSE 250 vyberie 100 najväčších firiem, ktoré zodpovedajú podmienkam zaradenia do FTSE 100. Hoci index nie je celotrhovým indexom, je považovaný za benchmark britského akciového trhu, pretože trhovú kapitalizáciu spoločností zaradených do indexu tvorí okolo 80 % celkovej trhovej kapitalizácie britského akciového trhu.

Ak porovnáme vývoj indexu FTSE 100 s indexom S&P 500 môžeme konštatovať, že FTSE vo veľkej miere kopíruje vývoj na akciovom trhu v USA. FTSE však nerástol tak rýchlo a do roku 1997, teda počas obdobia rastu vykazuje o niečo vyššiu volatilitu ako index S&P 500. Vývoj po roku 1997 poukazuje na rovnakú reakciu britského akciového trhu na bubliny a krízy ako tomu je u S&P 500. V súčasnosti už nemôžeme nazvať tieto krízy

lokálnymi, hoci vzniknú v inej ekonomike. Vďaka informačným technológiám sa na akciovom trhu Veľkej Británie prejavujú takmer bez časového oneskorenia. Vzhľadom na globalizáciu a prepojenosť ekonomík a finančných trhov najmä vyspelých krajín nie je tento jav ničím výnimočný.

Graf 3: Vývoj indexu FTSE 100 od roku 1984



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: finance.yahoo.com

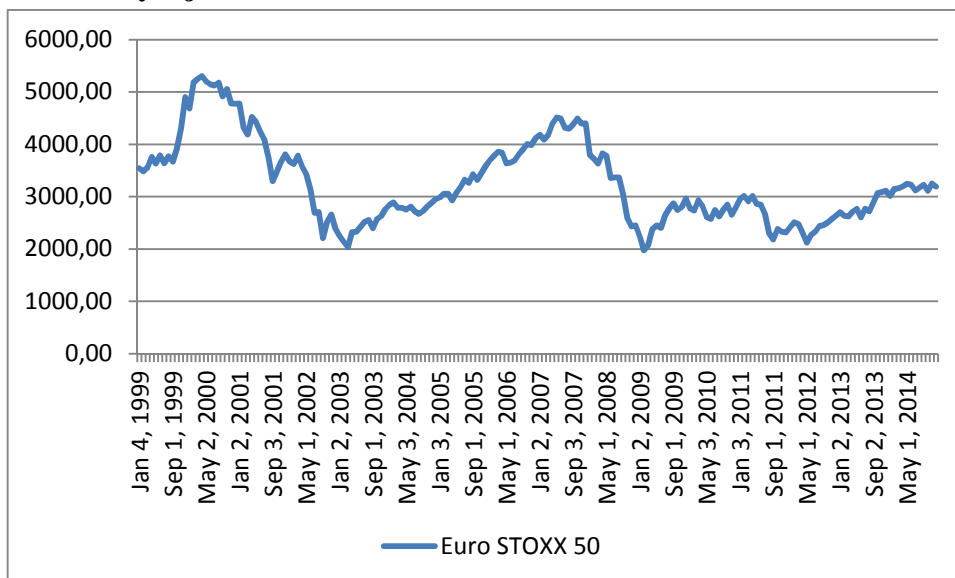
Najvýraznejší rast index zaznamenal okolo roku 1999 a 2007, kedy sa naplno prejavili bubliny na trhoch spôsobené nadhodnotením aktív. Po prepuknutí finančnej krízy sa index prepadol a začal rásť v polovici roku 2009. Tento rast je však sprevádzaný volatilitou.

1.1.2.4 Index Euro STOXX 50

Index Euro STOXX 50 je benchmarkovým indexom akciového trhu Eurozóny. Prvýkrát bol predstavený v roku 1998 a zahŕňa akcie 50 najvýznamnejších spoločností z 12 krajín Eurozóny. Jeho zloženie sa aktualizuje každý rok v septembri. Je tvorený metódou trhovej kapitalizácie a súčasťou výpočtu je koeficient Free-float. Vďaka tomuto výpočtu index pokrýva približne 60% trhovej kapitalizácie obchodovaných akcií európskeho trhu, čo je asi 95% trhovej kapitalizácie krajín, ktoré sú v indexe zastúpené.

Od svojho vzniku index mierne stagnoval a od roku 2000 zaznamenal rast. Prasknutie internetovej bubliny však znamenalo postupný pokles indexu až do roku 2003, kedy dosiahol svoje dno. Po tomto prepade začal index pomaly rásť. V roku 2007 jeho rast zastavilo prepuknutie svetovej krízy. Po roku 2009, kedy index zaznamenal svoj druhý výrazný prepad, už nedosiahol svoje predchádzajúce hodnoty a stagnuje na úrovni okolo 3000 bodov.

Graf 4: Vývoj indexu Euro STOXX 50 od roku 1999



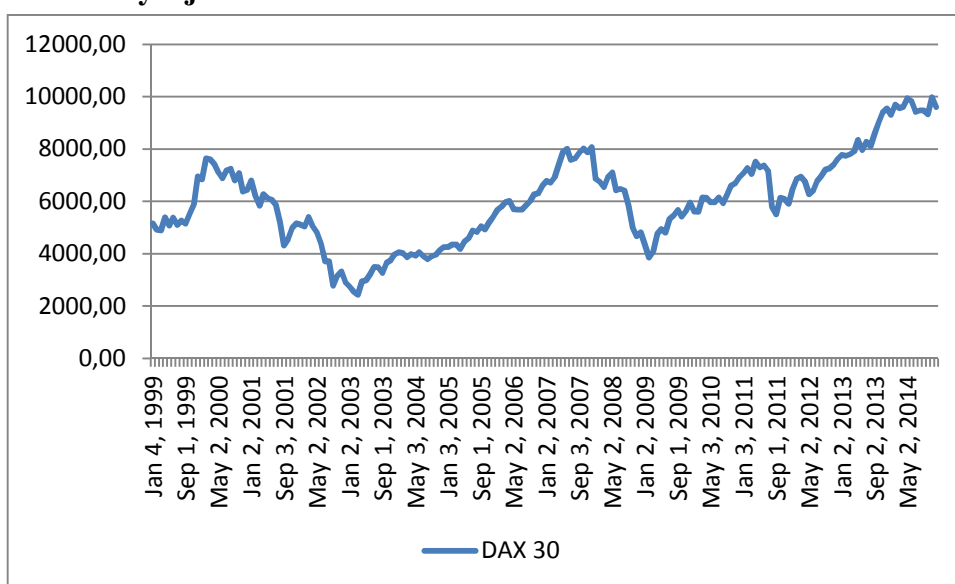
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: finance.yahoo.com

Do roku 2009 sa index vyvíja podobne ako S&P 500 alebo FTSE 100. Po tomto roku však Euro STOXX 50 nezačal rásť, ako tieto indexy. Začal stagnovať a v roku 2012 opäť výraznejšie klesol. Následne mierne rastie.

1.1.2.5 Deutscher Aktienindex 30

Benchmarkovým indexom nemeckého akciového trhu je Deutscher Aktienindex 30 (DAX). Skladá sa z 30 akcií najvýznamnejších nemeckých spoločností, ktorých akcie sú kótované na Frankfurtskej burze. Je vypočítaný metódou trhovej kapitalizácie.

Graf 5: Vývoj indexu DAX od roku 1999



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: finance.yahoo.com

Prvýkrát bol index vytvorený v roku 1987 a jeho hodnota bola určená na 1000 bodov. Vývoj indexu DAX je podobný vývoju indexu Euro STOXX 50, kde sa prejavuje podobné prostredie a podobná výkonnosť ekonomík. Po prepade v roku 2009 však na rozdiel od európskeho indexu, DAX začal rásť a s miernym prepadom v roku 2011 stále rastie, čím v roku 2014 prekonal maximá z roku 2007 takmer o 2000 bodov. V tomto prípade sa prejavuje sila Nemecka ako ekonomického lídra Eurozóny a veľké pozitívum zohráva aj silný sektor priemyslu, ktorý tvorí takmer tretinu nemeckého HDP. Z tohto pohľadu sa silná a stabilná nemecká ekonomika stáva zaujímavou aj pre investorov.

1.2 Vplyv makroekonomickej politiky na akciový trh

Makroekonomická politika a jej vplyv na akciové trhy je dlhodobo diskutovanou a zaujímavou témou. Najmä v turbulentných obdobiach, ktorých sme v súčasnosti svedkami, sa táto téma stala predmetom mnohých výskumov. O efektívite makroekonomickej politiky vo vzťahu k akciovému trhu začíname hovoriť v momente, keď sa táto politika začína vedome používať na ovplyvnenie diania na akciovom trhu, alebo sa očakávajú určité výsledky na trhu z uskutočnenia konkrétnych krokov vo fiškálnej či monetárnej oblasti. Táto situácia nastáva, ak je potrebné urobiť určité opatrenia pre oživenie trhu, alebo zamedzenie určitých aktivít, ktoré môžu poškodiť obchodovanie na akciovom trhu. Samozrejme, na trhu sa prejavujú aj kroky, ktoré je nevyhnutné realizovať v makroekonomickej oblasti pre udržanie alebo povzbudenie ekonomiky. V tomto ohľade však už nehovoríme o efektívite makroekonomickej politiky, ale o dopade na akciový trh. V oboch prípadoch sa však očakáva, že pri zmene určitého makroekonomického faktora sa táto prejaví nejakým spôsobom aj na kurzoch akcií. Najzaujímavejšou otázkou však zostáva, ako veľmi jednotlivé fundamenty vplyvajú na akciový trh.

Ak hovoríme o makroekonomickej politike v súvislosti s akciovým trhom, je potrebné pochopiť, ktoré významné oblasti táto politika zahŕňa. Podľa faktorov, ktoré do jednotlivých oblastí patria, ich delíme na:

- hrubý domáci produkt,
- monetárna politika,
- fiškálna politika,
- ostatné faktory.

Hrubý domáci produkt zastupuje informáciu o stave hospodárstva krajiny. Investori sledujú jeho vývoj a reagujú na jeho zmeny.

Monetárna politika má v rámci makroekonomickej politiky významné postavenie. Faktory, ktoré zaraďujeme medzi monetárne, sú: inflácia, úrokové sadzby hlavných refinančných operácií, peňažná zásoba.

Fiškálna politika v sebe zahŕňa daňovú a výdavkovú politiku vlády.

Medzi *ostatné faktory* patria ekonomické a politické šoky, korupcia, cenová regulácia, fungovanie tieňovej ekonomiky či čierny trh. Tieto faktory sú v každom hospodárstve krajiny rozdielne a teda aj rozdielne vplývajú na finančný sektor a následne akciové trhy.

1.2.1 Hrubý domáci produkt a kurzy akcií

Hrubý domáci produkt je hlavný ukazovateľ prosperity hospodárstva krajiny. Podľa mnohých štúdií najvyspelejších akciových trhov, v porovnaní s výškou a pohybom hrubého domáceho produktu, existuje určitá korelácia medzi výškou HDP a kurzom akcií. Dlhodobé analýzy akciových trhov poukazujú na fakt, že ak rastie hrubý domáci produkt, rastie aj ekonomika krajiny a akciový trh taktiež zaznamenáva rast. Vzhľadom na tieto skutočnosti je pre analýzu potrebné rozdeliť sledované obdobie na:

- krátkodobé,
- strednodobé,
- dlhodobé.

Dlhodobé obdobie má najväčšiu vypovedaciu schopnosť. Z dlhodobého hľadiska môžeme povedať, že vývoj akciového trhu kopíruje vývoj hrubého domáceho produktu. Dlhodobé obdobie z tohto pohľadu chápeme ako obdobie dlhšie ako 15 rokov. Ak sa HDP zvyšuje, je to signálom pre investorov, že krajine sa darí, spoločnosti majú dostatok zákaziek a kurzy akcií rastú. Z tohto pohľadu investori majú záujem o umiestnenie svojej investície, pretože krajina je spoľahlivá. Zo strednodobého hľadiska (10 – 15 rokov) sa prejavuje zaujímavá spojitosť medzi HDP a akciovým trhom. V strednodobom horizonte totiž akciový trh a vývoj kurzov akcií v určitých intervaloch predbieha vývoj hrubého domáceho produktu, v niektorých prípadoch aj o niekoľko mesiacov. Vzhľadom na túto skutočnosť môže skúsený investor alebo analytik podľa vývoja týchto dvoch veličín zistiť fázu ekonomického cyklu, v akej sa ekonomika práve nachádza. Podľa tohto zistenia sa potom rozhoduje, kde a v akej výške umiestni svoju investíciu. Ak sa totiž ekonomika nachádza pred vrcholom ekonomickej aktivity, je predpoklad, že akciové kurzy namiesto zhodnotenia začnú strácať hodnotu a postupne sa aj ekonomika začne prepadať do recesie. V závislosti od vyspelosti ekonomiky a aj od toho, v akom ekonomickom cykle sa práve nachádza, kurzy akcií môžu tento vývoj predbiehať o 3, ale aj o 6, či 9 mesiacov. Ak začneme uvažovať o tom, prečo nie je tento jav

ojedinelý, treba povedať, že dôvodom je správanie sa investorov na akciovom trhu. Pre investorov sú dôležité očakávania, podľa ktorých sa aj správajú a zároveň dokážu predvídať. Ak sa ekonomika začína prehrievať, investori sa s určitou časovou rezervou sťahujú z trhu, aby ochránili svoje investície. Otázkou však zostáva, či stiahnutím svojej investície sami nespôsobujú pokles na akciovom trhu. Makroekonomická analýza teda slúži investorovi na to, aby pravdivo a rýchlo rozpoznal, ako bude ekonomika smerovať a následne sa rozhodoval o svojej investícii.

1.2.2 Ponuka peňazí a akciové kurzy

Ponuka peňazí je ďalším dôležitým faktorom pri makroekonomickej analýze. V menovej teórii je ponuka peňazí charakterizovaná peňažnými agregátmi M1, M2 a M3. Z pohľadu analýzy na akciových trhoch sa donedávna používal agregát M2, ktorý predstavoval likvidné prostriedky a prostriedky, ktoré sa dajú pomerne rýchlo a s malými nákladmi zmeniť na likvidné. V súčasnosti sa však čoraz častejšie v analýzach používa agregát M3, ktorý je oveľa stabilnejší ako prvé dva agregáty. Ponuka peňazí je úzko spätá aj s infláciou, ako sme popísali v predchádzajúcom texte. Všeobecne však platí, že ak sa zvyšuje ponuka peňazí, zvyšujú sa kurzy akcií a naopak. Zvýšenie ponuky peňazí, teda zvýšenie množstva peňazí v obehu, zvyšuje dopyt po tovaroch a službách, čo následne znamená vyšší zisk spoločností. Táto situácia sa prejaví aj rastom kurzov akcií. Môžeme preto povedať, že rast dopytu, pri zachovaní podmienky *ceteris paribus*, spôsobí nárast cenovej hladiny a to aj na trhu akcií. Rast ponuky peňazí má na kurzy akcií aj nepriamy vplyv. Sprievodným javom rastu ponuky peňazí je totiž aj zníženie úrokových sadzieb, čo pre spoločnosti znamená možnosť zvýšiť svoju investičnú aktivitu. Výsledkom sú vyššie zisky, ktoré pozitívne vplývajú na trh s akciami.

1.2.3 Úrokové sadzby a kurzy akcií

Úrokové sadzby sú významnou veličinou, ktorá ovplyvňuje dianie na finančných trhoch, a to ako na peňažných, tak aj na kapitálových. Sú využívaným nástrojom pri riadení výšky inflácie a významným spôsobom ovplyvňujú množstvo peňazí v obehu. Stávajú sa preto hlavným indikátorom, ktorý je sledovaný investormi, keď sa rozhodujú o umiestnení svojej investície. Ak sa úrokové sadzby zvyšujú, investori sa začnú z akciového trhu sťahovať a presúvajú sa na menej rizikové trhy, ako sú napríklad peňažné trhy, kde dosiahnu rovnaké alebo vyššie zhodnotenie svojej investície pri nižšom riziku. V takejto situácii dopyt po akciách začína klesať a s tým súvisí aj pokles akciových kurzov. Pri zvýšení úrokových sadzieb sa znižuje aj agregátny dopyt a následne aj dopyt na akciovom trhu.

Úrokové sadzby úzko súvisia aj s ponukou peňazí. Pri ich raste sa množstvo peňazí v obehu znižuje, čo má za následok nedostatok prostriedkov na investície a zároveň aj drahšie požičiavanie týchto prostriedkov pre podniky. Táto situácia má za následok zvýšenie nákladov na splácanie úverov a samozrejme aj nižšie zisky a dividendy.

Úrokové sadzby sú aj nástrojom centrálnej banky, pomocou ktorého sa táto inštitúcia snaží chrániť ekonomiku krajiny pred jej prehrievaním. Zvýšenie týchto sadzieb môže dať investorom na akciových trhoch signál, že ekonomika sa nachádza na vrchole a hrozí jej prehriatie. Preto začínajú opúšťať akciový trh, čím klesá dopyt po akciách a samozrejme aj ich cena.

Podľa niektorých ekonómov je úroková sadzba najdôležitejším faktorom makroekonomickej analýzy vo vzťahu k akciovému trhu. A to práve z dôvodu vplyvu, aký má na akciový trh. To znamená, že ak úroková sadzba rastie, sprevádza ju pokles akciových kurzov a naopak, pri poklese úrokových sadzieb rastú kurzy akcií. Táto skutočnosť sa deje niekoľkými základnými spôsobmi:

- Ak teda hovoríme o tom, že kurzy akcií odrážajú súčasnú hodnotu budúcich peňažných tokov, zvyšovanie úrokových sadzieb povedie k rastu požadovanej miery výnosnosti a zároveň k poklesu súčasnej hodnoty budúcich príjmov majiteľa akcie. Táto skutočnosť následne spôsobí pokles akciových kurzov.
- Zmeny úrokových sadzieb majú vplyv aj na náklady spoločností na získanie kapitálu pre svoje investičné zámery. Ak sa teda úrokové sadzby zvýšia, zvýšia sa aj náklady na tento kapitál. Jeho rentabilita sa znižuje a spoločnosti strácajú záujem o investovanie. Tento pokles podnikových investícií je väčšinou sprevádzaný aj poklesom ziskov a dividend, čo vedie aj k poklesu kurzov akcií.
- Ak rastú úrokové sadzby z dlhových nástrojov, tento rast spôsobí odliv peňažných prostriedkov z akciového trhu. Tie sa následne premiestnia na dlhopisové trhy, ktoré zaznamenávajú vyššiu výnosnosť. Inými slovami sa presúva dopyt po akciových nástrojoch na nástroje dlhové, čím sa znižujú kurzy akcií. Tento stav pretrváva až dovtedy, kým nenastane rovnováha vo výnosoch na týchto trhoch.

Všetky uvedené skutočnosti teda potvrdzujú, že úrokové sadzby sú dôležitým makroekonomickým ukazovateľom. Ak úroková miera rastie, je to signál, že ekonomike hrozí zvyšovanie inflácie. Často sa stáva, že zvyšovanie úrokových sadzieb je preventívnym opatrením centrálnej banky pred infláciou, ktorá ešte nenastala.

1.2.4 *Inflácia a kurzy akcií*

Inflácia je jeden z indikátorov, ktorého vplyv na ceny akcie nie je priamy. „Veľmi zaujímavý a nejednoznačný je vplyv inflácie na ceny akcií. Pretože podniky predávajú svoje výrobky za trhové ceny, rastú tržby podnikov súčasne s rastom spotrebiteľských cien. Preto môžu akcie do istej miery fungovať ako ochrana proti inflácii. Je však potrebné zdôrazniť, že táto ochrana nie je úplne spoľahlivá. Inflácia totiž často sprevádza iné hospodárske problémy, ktoré môžu ohrozovať zisky podnikov.“³⁷ Infláciu preto musíme z hľadiska vplyvu na akcie posudzovať podľa jej veľkosti. Nízka inflácia sa totiž automaticky zohľadňuje v úrokových sadzbách na trhu, čo spôsobuje, že v konečnom dôsledku neovplyvní kurzy akcií. Preto sa môže zdať, že ak inflácia trvalo rastie a znehodnocujú sa vklady v bankách alebo investície do dlhopisov, ochranou je investovanie do akcií. Iná situácia nastáva, keď je inflácia vysoká. Analýzy, ktoré boli zamerané na dlhodobé sledovanie inflácie a akciového trhu potvrdili, že „akcie nedokázali držať tempo s rastom inflácie a výnosová miera z akcií je s infláciou korelovaná negatívne.“³⁸ To znamená, že aj keď akcie predstavujú určitý podiel na majetku spoločnosti, nedokážu udržať svoju reálnu hodnotu s vysokou infláciou. Táto situácia je ťažko vysvetliteľná, pretože ak akcie predstavujú reálne aktíva, ich hodnota rastie spolu s infláciou. Ekonómovia sa preto snažia tento jav vysvetliť pomocou teórií, ktoré skúmajú, aký vplyv skutočne má inflácia na kurz a výnos akcie. Najznámejšie z týchto teórií uvádzame nižšie.

Teória peňažnej ilúzie rozlišuje medzi reálnou a nominálnou úrokovou mierou. Toto rozdelenie je nevyhnuté, pretože ak rastie inflácia spolu s nominálnymi úrokovými mierami, investori v snahe dosiahnuť vyššiu výnosnosť, odvodzujú svoju výnosnosť práve od tejto nominálnej úrokovej sadzby, čím sa podhodnocujú ceny akcií. Preto by sa mal investor zaujímať o reálnu úrokovú sadzbu.

Teória sprostredkovaného efektu hovorí o vzťahu medzi infláciou a kurzom akcií, ktorý je v skutočnosti nepriamy. Za priame vzťahy pokladá vzťah medzi HDP a kurzom akcie, ako aj vzťah medzi infláciou a HDP. Analyzovaním týchto vzťahov sa pomocou niekoľkých verzií tejto teórie snaží vysvetliť spojitosť medzi infláciou a kurzom akcií: je to vysvetlenie pomocou dopytu po peniazoch, monetizácie vládneho deficitu a ponuky peňazí.

Vysvetlenie vzhľadom na dopyt po peniazoch je odvodené od očakávania investorov. Ak totiž budú investori v budúcnosti očakávať zníženie rastu ekonomiky, toto očakávanie

³⁷ Kohout, P. 2010: *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. Grada publishing. Praha. 2010. 296 s. ISBN 978-80-247-3315-9. Str. 83

³⁸ Chovancová, B. a kol. 2006: *Finančný trh: nástroje, transakcie, inštitúcie*. Iura Edition. Bratislava. 2006. 611 s. ISBN 80-8078-089-7. Str. 287.

spôsobí aj zníženie budúcej výšky dividendy, čo následne spôsobí aj pokles kurzu akcie. Táto skutočnosť o zhoršenom výhľade ekonomiky v budúcnosti spôsobuje pokles dopytu po peniazoch v súčasnosti. Zvýšená ponuka po peniazoch následne tlačí na rast inflácie.

Vysvetlenie pomocou monetizácie vládneho dlhu abstrahuje od ponuky peňazí a presadzuje obrátenú súvislosť medzi kurzami akcií a infláciou, čo znamená, že pri zmene kurzov akcií sa mení aj výška inflácie. Ak sa teda očakáva pokles aktivity ekonomiky v budúcnosti, tento pokles vedie k rastu vládneho deficitu, pretože sa znižujú rozpočtové príjmy. Ak sa centrálna banka rozhodne monetizovať časť tohto dlhu, väčšinou to vedie k zvýšeniu inflácie. Ak investori očakávajú monetizáciu dlhu, akciové kurzy začnú klesať a inflácia rásť.

Vysvetlenie teórie z pohľadu ponuky peňazí je založené na tom, že očakávaný pokles ekonomiky v budúcnosti je spôsobený poklesom kurzov akcií. Centrálna banka na túto situáciu zareaguje zvýšením množstva peňazí v obehu. Tento stav následne vedie k zvýšeniu inflácie.

Ako môžeme vidieť, všetky vysvetlenia vedú k jednému záveru, ktorým je inverzný vzťah medzi akciovými kurzami a infláciou, čo podporuje tvrdenie, že akcie nedokážu udržať svoju reálnu hodnotu, ak sa inflácia zvyšuje.

Teória daňového efektu sleduje infláciu v súvislosti s oceňovaním podnikových zásob a so spôsobom odpisovania. Teória tvrdí, že ak sa zvyšuje daňové zaťaženie, kurzy akcií klesajú a znižuje sa aj reálny výnos. Tento stav spôsobujú metódy účtovania odpisov a oceňovania zásob, ktoré pri zvýšenej inflácii prispievajú k poklesu ziskov spoločností a tým aj k zníženiu dividend a kurzov akcií. Vzhľadom na to, že inflácia má vplyv na zisk po zdanení, ovplyvňuje aj investorov pri rozhodovaní o alokácii svojich finančných prostriedkov. Je však dôležité poznamenať, že zvyšujúca sa inflácia môže znamenať aj zvýšenie úrokových mier a táto situácia môže znamenať zníženie daňového základu vzhľadom na vyššie nákladové úroky.

1.2.5 Fiškálna politika a kurzy akcií

Pre analýzu akciového trhu je dôležitá tiež fiškálna politika, a to najmä daňová politika a plánovanie verejných výdavkov. Pomocou fiškálnej politiky sa vláda snaží udržať ekonomický rast, tlmieť cyklické výkyvy hospodárstva a udržať vysokú zamestnanosť pri nízkej inflácii. Prostredníctvom štátneho rozpočtu sa vláda snaží regulovať aktivity hospodárstva. Ako sme už uviedli, z hľadiska vplyvu na akciové trhy je najdôležitejšia daňová politika a verejné výdavky.

Dane sú najdôležitejšou zložkou príjmov štátneho rozpočtu. Daňové zaťaženie spoločností má priamy vplyv na kurzy akcií. Vysoké dane znižujú zisky spoločností, čím obmedzujú prostriedky na vyplácanie dividend. Vyplácanie nižších výnosov sa následne odzrkadlí v cene akcie na trhu, ktorá začne klesať. Vysoké dane zároveň nepriaznivo ovplyvňujú aj investora, pretože znižujú disponibilné prostriedky, ktoré by mohol použiť na investovanie do akcií. Nízke daňové zaťaženie vytvára priestor pre daňovú úsporu, ktorú spoločnosť môže reinvestovať alebo vyplácať vyššie dividendy. Akcie spoločnosti sa potom stávajú pre investora zaujímavejšie, čo vedie k podpore akciového trhu.

Výdavky štátneho rozpočtu môžu mať pozitívny, ale aj negatívny vplyv na akciový trh. Pozitívny vplyv sa prejavuje vtedy, pokiaľ štátne výdavky smerujú vo forme štátnych objednávok na nákup služieb a statkov spoločností. Zisky spoločností sa zvyšujú, čo má vplyv aj na cenu akcií, ktorá na trhu rastie. Ak sa vládne výdavky znižujú a rastie štátny deficit, vláda sa snaží tento deficit prefinancovať pomocou dlhových nástrojov. Táto situácia spôsobuje odčerpanie zdrojov na investovanie do akcií, čím klesajú aj kurzy akcií. Keďže deficit štátneho rozpočtu súvisí s emisiami dlhových nástrojov, nie je výnimkou, že ho sprevádza aj zvyšovanie úrokových sadzieb, na čo investori reagujú odchodom z akciového trhu. V takomto prípade môže dôjsť k vytlačaniu podnikateľských investícií investíciami vlády. Tento jav však nie je žiaduci a nazývame ho crowding out effect.

1.2.6 Ostatné faktory

Medzi ostatné faktory, ktoré sú sledované v rámci makroekonomickej analýzy, patrí nezamestnanosť, prírodné katastrofy, ekonomické a politické šoky, cenová regulácia, korupcia, fungovanie čierneho trhu a právneho systému, hospodárska kriminalita. Tieto faktory sa ťažko merajú a preto sa dlho nepokladali za ukazovatele, ktoré by ovplyvňovali investovanie na kapitálových trhoch. V posledných rokoch sa však čoraz častejšie objavujú signály, že tieto faktory výrazne ovplyvňujú dianie na akciovom trhu. Potvrďuje to prax a zhodujú sa na tom aj ekonómovia. Napríklad ekonomické alebo politické šoky majú takmer vždy na akciové trhy negatívny dopad. Na rozdiel od ostatných faktorov, kde sa dá počítať s prevenciou pred negatívnym dopadom, pri šokoch sa táto situácia predpokladá. Dopad takýchto náhlych zmien na jednotlivé akcie je však rozdielny. Niektoré reagujú citlivejšie, iné zaznamenajú iba nevýraznú zmenu, čo súvisí najmä s priemyselnými odvetvami. Negatívny dopad na finančné trhy má aj úroveň korupcie v ekonomike. Výška korupcie sa prakticky nedá zmerať, hoci určité odhady zaznamenané sú. Už len podozrenie na jej prítomnosť však spôsobuje volatilitu na trhu a vyššie riziko. Korupcia môže spôsobiť napríklad slabú reguláciu

na trhu a zníženú likviditu. Nezanedbateľný vplyv má na kurzy akcií aj nezamestnanosť. Hoci nezamestnanosť nemá priamy vplyv na akciový trh, súvisí však s hospodárskym rastom, s HDP, či s infláciou, čím nepriamo pôsobí na kurzy akcií.

2 Cieľ práce

Pre stanovenie záverov tejto práce sme si určili hlavný cieľ a vedľajšie ciele práce. *Hlavným cieľom dizertačnej práce je na základe analýzy definovať vybrané makroekonomické faktory a mieru ich vplyvu na akciový trh.* V rámci tohto cieľa charakterizujeme jednotlivé makroekonomické faktory, ako sú hrubý domáci produkt, menové a fiškálne indikátory. Vyhodnocujeme ich vývoj za posledných tridsať rokov a ich dopad na akciový trh vybraných krajín. V tejto súvislosti sa snažíme odpovedať na tri základné otázky:

- Aká je vzájomná závislosť medzi jednotlivými fundamentami a akciovým trhom počas celého sledovaného obdobia?
- Je vplyv fundamentov na akciový trh v prvej polovici sledovaného obdobia, ktoré je charakteristické stabilným vývojom, rovnaký ako v druhej polovici sledovaného obdobia, ktoré je sprevádzané častými krízami a recesiami?
- Aké závery vyvodzujeme z porovnania týchto dvoch sledovaných období?

Pre splnenie hlavného cieľa sme si určili 4 vedľajšie ciele:

1. Teoretické východiská a stanovenie fundamentálnych faktorov pre analýzu.
2. Výber krajín a analýza vývoja jednotlivých fundamentov.
3. Analýza vplyvu vybraných faktorov na akciové trhy.
4. Zhodnotenie vplyvu fundamentálnych faktorov na akciové trhy počas sledovaného obdobia.

Pre splnenie *prvého cieľa* sme sa venovali štúdiu literatúry, ktorá sa zaoberá danou problematikou a základnými pojmami. Charakterizovali sme akciový trh a akciový index ako najvýznamnejší indikátor akciového trhu. Zaoberali sme sa typológiou indexov, ich funkciami a benchmarkovými indexami. Vysvetlili sme fundamentálnu analýzu a charakterizovali najvýznamnejšie faktory, ktoré podľa teórií najviac pôsobia na zmeny akciového trhu.

V rámci *druhého cieľa* sme vybrali krajiny, ktoré budeme analyzovať a benchmarkové akciové indexy jednotlivých akciových trhov. Analyzovali sme historický vývoj vybraných fundamentálnych faktorov jednotlivých krajín, ako je hrubý domáci produkt, peňažnú zásobu, základnú úrokovú sadzbu, infláciu, dane a vládne výdavky.

Tretí cieľ sme dosiahli analýzou jednotlivých fundamentálnych faktorov vo vzťahu k akciovým trhom vybraných krajín. Porovnali sme, ako zmena indikátorov ovplyvnila zmenu akciového indexu počas sledovaného obdobia a vypočítali sme závislosť medzi jednotlivými dvoma premennými.

Pre dosiahnutie *štvrtého cieľa* sme si rozdelili sledované obdobie na dve časové etapy. Prvá etapa je charakteristická stabilným ekonomickým vývojom, druhá etapa je poznačená ekonomickými problémami a bublinami na akciových trhoch. Porovnali sme vývoj jednotlivých indikátorov v týchto dvoch obdobiach a vypočítali vzájomnú závislosť faktorov a akciových indexov pre každé obdobie osobitne. V prípade Eurozóny sme obdobie nedelili, keďže rok jej vzniku spadá do druhej časovej etapy.

Na základe splnenia všetkých vedľajších cieľov sme v závere práce zosumarizovali výsledky, vyhodnotili efektívnosť nástrojov menovej a fiškálnej politiky a dosiahli tak splnenie hlavného cieľa dizertačnej práce.

V závere práce sa snažíme vysvetliť dôvody, prečo akciové trhy reagujú na zmeny jednotlivých fundamentov určitým spôsobom. Navrhujeme riešenia a predpovedáme vývoj jednotlivých ekonomík a ich akciových trhov v súvislosti s problémami súčasnej svetovej recesie.

3 Metodika práce a metódy skúmania

Dizertačná práca sa skladá z dvoch hlavných častí:

Prvá časť je venovaná teoretickým východiskám, základným pojmom a literatúre, ktorá sa venuje problematike makroekonomickej politiky, akciových trhov a fundamentálnej analýzy. V tejto časti sme použili deskriptívnu metódu opisovania a sumarizovania zistených informácií. V jednotlivých častiach používame aj syntézu a dedukciu, pomocou ktorých sme zistené informácie odvodzovali a spájali do jednotlivých celkov. V prvej teoretickej časti sme použili aj vzorce výpočtu jednotlivých typov indexov pre lepšiu prehľadnosť ich rozdielnosti. Zároveň sme použili aj grafickú analýzu historických dát, ktorá nám lepšie vysvetlila vývoj vybraných akciových indexov, ktoré budeme v práci používať.

Druhá časť je venovaná praktickému výskumu. Je zložená zo štyroch podkapitol. Každá podkapitola sa venuje analýze vybranej ekonomiky. Pre potreby našej práce sme si vybrali USA, Japonsko, Veľkú Britániu a Eurozónu. Keďže teoretické východiská sú založené na analýzach vyspelých akciových trhov, vybrali sme aj my najvýznamnejšie svetové ekonomiky. Pre lepšiu vypovedaciu schopnosť záverov sme vybrali krajiny z rôznych kontinentov. Výnimku v tomto zoskupení tvorí Eurozóna, ktorej zaradenie bolo podmienené tým, že Slovensko patrí do tohto zoskupenia. V rámci Eurozóny analyzujeme menovú politiku. Keďže fiškálna politika nie je jednotná, ako predstaviteľ a pre analýzu fiškálnej politiky a HDP sme si vybrali Nemecko, pretože je ekonomickým lídrom Eurozóny.

Pre analýzu danej problematiky sme si vybrali časové obdobie od roku 1982 do roku 2013. V prípade Eurozóny je to obdobie od 1999, teda od jej vzniku do roku 2013. V prípade Nemecka sme zvolili obdobie od spojenia Nemeckej demokratickej republiky a Spolkovej republiky Nemecko, čiže od 1990 – 2013. Vybrané obdobie nám poskytlo roky ekonomického rastu, ale aj roky recesií, čo podľa nášho názoru, do veľkej miery ovplyvňuje aj zistené závery.

Pre potreby našej práce bolo dôležité vybrať kvalitné dáta, ktoré sme čerpali z dôveryhodných zdrojov – štatistických úradov, centrálnych bánk, ministerstiev financií, zahraničných vecí, priemyslu a obchodu a iných ekonomických stránok. Ďalej sme využívali dáta medzinárodného menového fondu, OECD, Eurostatu a Svetovej banky

HDP, peňažné agregáty a vládne výdavky sú uvádzané v bežných cenách USD alebo lokálnej meny a v percentuálnych zmenách. Úrokové sadzby, inflácia a dane sú uvádzané v percentách. Inflácia je meraná Indexom spotrebiteľských cien CPI vo všetkých vybraných ekonomikách. Akciové indexy sú určované bodovou hodnotou.

Pri spracovaní údajov sme použili jednoduchý aritmetický priemer a výpočet percentuálnej zmeny, na ktorú sme použili jednoduchý vzorec, ktorého všeobecný zápis je:

$$\% \text{ zmeny} = \frac{(x_1 - x_0)}{(x_0)} * 100$$

kde x_1 je hodnota v čase 1 a x_0 je hodnota v čase 0

Pri spracovávaní údajov sme sa zamerali na historickú analýzu, kde sme vysvetľovali jednotlivé zmeny fundamentov a dôvody, prečo k nim došlo. Následne sa venujeme grafickej analýze, pri ktorej zisťujeme vplyv jednotlivých fundamentov na akciový trh. Percentuálne zmeny fundamentov uvádzame v tabuľkách.

Pre grafickú analýzu používame lineárne grafy a koláčové grafy. Lineárny graf využívame pri analýze makroekonomických fundamentov, koláčový graf sme použili pre prehľadnejšie a podrobnejšie zobrazenie sektorovej štruktúry HDP vybraných krajín.

V závere každej podkapitoly sme pre potvrdenie výsledkov grafickej analýzy použili korelačnú analýzu, ktorá nám poskytla informáciu vzájomnej závislosti a jej intenzity jednotlivých fundamentov a akciového trhu. Pre jej výpočet sme použili program Microsoft Excel. Výsledkom korelačnej analýzy je korelačný koeficient a pre potreby našej práce sme použili výpočet:

$$r_{xy} = \frac{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{s_x s_y}$$

kde r_{xy} je koeficient korelácie, n je počet období merania, x , y sú korelované premenné a s_x , s_y sú štandardné odchýlky korelovaných premenných

Koeficient korelácie r nadobúda hodnoty z intervalu $\langle -1; 1 \rangle$ a interpretujeme ich nasledovne:

$r = 0$ medzi premennými nie je závislosť,

$r = -1; 1$ medzi premennými je dokonalá závislosť negatívna/pozitívna,

$r \leq -0,6; r \geq 0,6$ charakterizujú výraznú až silnú negatívnu/pozitívnu závislosť,

$r \geq -0,4; r \leq 0,4$ vyjadrujú slabú až miernu závislosť,

hodnoty r medzi 0,4 až 0,6 a -0,4 až -0,6 vyjadrujú strednú mieru závislosti.

Vzhľadom na merané veličiny a ich vývoj pokladáme závislosť vyššiu ako -0,5 a nižšiu ako 0,5 v rámci našej analýzy za nevýznamnú, pretože môže byť spôsobená

krátkodobou alebo jednorazovou reakciou jednej premennej na zmenu druhej premennej. Pre prehľadnejšie zobrazenie výsledkov korelácie ich uvádzame v tabuľkách.

V diskusii sme použili syntézu a dedukciu. Tento raz ich však aplikujeme na zistené údaje a výsledky analýzy.

4 Výsledky práce

Ako sme už spomínali v predchádzajúcej kapitole, pre skúmanie vplyvu makroekonomických ukazovateľov na vývoj akciových trhov, sme si vybrali významné krajiny svetovej ekonomiky a to USA a Japonsko. V rámci Európy sme pre porovnanie vývoja vybrali Veľkú Britániu ako súčasť Európskej únie, Eurozónu a Nemecko.

4.1 Makroekonomická politika a akciový trh v USA

USA je krajinou, ktorá sa dlhodobo považuje za lídra svetovej ekonomiky. Hoci v posledných rokoch je táto téma diskutovaná v súvislosti s krajinami BRIC a hlavne s Čínou, nemôžeme opomenúť fakt, že niekoľko desaťročí toto prvenstvo USA bezvýhradne patrilo. Čiastočne je to zásluhou toho, že dvadsiate storočie bolo pre túto krajinu pomerne priaznivé, aj keď veľká hospodárska kríza v tridsiatych rokoch poznačila hospodárstvo a aj finančný systém. Veľkou výhodou bolo, že svetové vojny USA zasiahli len minimálne, skôr sa dá povedať, že ekonomika prosperovala vďaka využitiu situácie pri obnovovaní vojnou zničenej Európy. Po páde Brettonwoodskeho systému a ropných šokoch zaznamenali USA obdobie silného rastu a zároveň aj zvyšovania svojej zadlženosti.

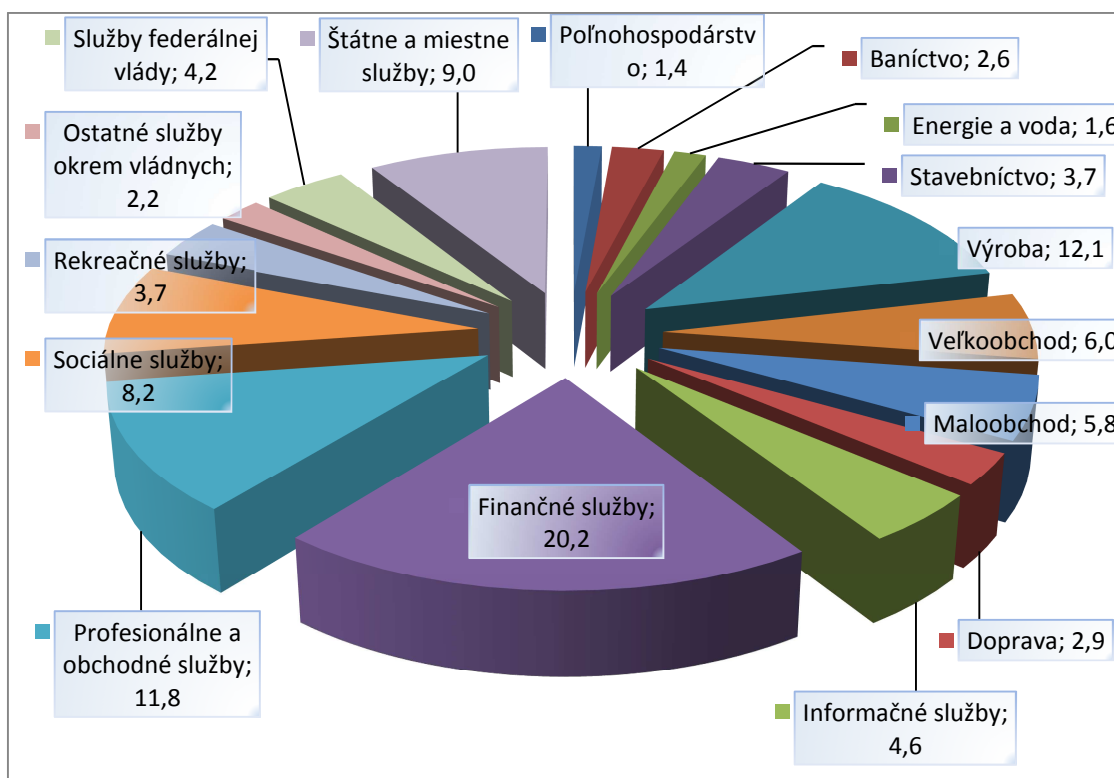
4.1.1 Vplyv HDP na akciový trh

Spojené štáty americké sú vďaka objemu HDP, čo je približne 15 miliárd USD, lídrom svetovej ekonomiky. Medzi významných hráčov však USA patrí aj v oblasti vedy a výskumu, vzdelávania, ale aj inovácií, či patentov. Treba však poznamenať, že napriek významnému ekonomickému postaveniu tejto krajiny, rozdiely medzi jej hospodárskym rastom a hospodárskym rastom iných krajín sa v poslednom období začínajú výrazne znižovať. Tento fakt súvisí najmä s rýchlym vývojom krajín BRIC, kde jednoznačne významné miesto zastáva Rusko a samozrejme Čína. Mnohí ekonómovia o Číne už v súčasnosti hovoria ako o krajine s obrovským potenciálom, ktorá v niektorých oblastiach ekonomiky predbieha USA. Znižovanie ekonomickej sily Spojených štátov však súvisí aj s ostatnou krízou, ktorá spôsobila problémy vo všetkých oblastiach ekonomiky krajiny a samozrejme aj s dlhovou krízou, ktorá zasiahla aj európske krajiny. Tá spolu s vládnymi výdavkami na podporu finančného sektora, ako aj výdavkami na obranu, spôsobila prehlbovanie deficitu štátneho rozpočtu a vysoké zadlžovanie krajiny.

Hrubý domáci produkt v USA je tvorený z najväčšej časti službami. Tie tvoria niečo viac ako 78 %. Približne 20 % tvorí priemysel a asi 1,4% je poľnohospodárstvo.

Tak, ako aj v iných vyspelých krajinách, najväčší podiel na tvorbe HDP majú služby a tento podiel sa stále zvyšuje na úkor priemyslu a poľnohospodárstva. Zvyšuje sa podiel aj finančných služieb, ktoré v súčasnosti tvoria viac ako 20 % HDP. Americký štatistický úrad rozdeľuje služby do troch základných a samostatných skupín, a to maloobchod, veľkoobchod a profesionálne služby. Toto rozdelenie môže byť z nášho pohľadu trochu netradičné, ale vzhľadom na veľkosť americkej ekonomiky je logické. Do maloobchodu sú zaradené všetky maloobchodné sektory, ako napríklad potraviny, stavebné materiály, automobily, nábytok, elektronika a iné. Veľkoobchod okrem veľkoobchodných aktivít sleduje aj veľkoobchodné zásoby, ktoré tvoria takmer tretinu všetkých obchodných zásob. Profesionálne služby v sebe zahŕňajú 11 skupín. Sú to služby určené podnikovému sektoru, ale aj domácnostiam. Patria sem okrem „klasických“ služieb ako je zdravotníctvo, sprostredkovateľstvo alebo reklamné, administratívne, či dopravné služby aj akciové a finančné investičné služby, leasing a prenájom, služby v oblasti vzdelávania, umenia, rekreácií a iné.

Graf 6: Štruktúra HDP v USA v %



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.bea.gov

Druhou významnou skupinou pri tvorbe HDP je priemysel, ktorý je v USA podstatne diverzifikovaný. USA je krajina disponujúca veľkým podielom moderných technológií, najmä IT technológií a inovácií a samozrejme vyspelými sektormi priemyslu, ako je chemický, automobilový, petrochemický, ťažobný, farmaceutický, metalurgický a iné. Takmer do konca

20. storočia bola ekonomika krajiny závislá takmer výlučne na domácej spotrebe a export bol pre väčšinu firiem na druhom mieste. Situácia sa však začala meniť, pretože výpadky domáceho dopytu spôsobovali spoločnostiam problémy. Začali sa preorientovávať a v exporte sa zamerali na nové trhy a to hlavne na trhy krajín Emerging Markets, najmä Čínu, Rusko a Brazíliu, ale aj mnohé krajiny Afriky. Po prepuknutí krízy sa práve tieto trhy stali dominantnými pri nahrádzaní strát na domácich trhoch. V súčasnosti sa už väčšina amerických firiem orientuje na zahraničné podnikanie. Hoci objem výroby sa v USA zvyšuje, v roku 2010 bol prekonaný objemom výroby v Číne (v dolárovom vyjadrení) a podľa odborníkov ostane USA na druhom mieste dlhodobo.

Hoci poľnohospodárstvo tvorí len o málo viac ako jedno percento HDP, Spojené štáty patria medzi najvýznamnejších producentov a zároveň aj exportérov a spotrebiteľov. Čo sa týka poľnohospodárskych produktov, medzi najdôležitejšie patria kukurica a pšenica, ale aj hovädzie mäso, bavlna, mlieko, ryby a iné.

Skôr, ako sa pozrieme na vývoj hrubého domáceho produktu v USA, pripomeňme si niekoľko faktov zo sedemdesiatych rokov, ktoré priamo súvisia s vývojom ekonomiky po roku 1980. Zrušenie voľnej vymeniteľnosti dolára za zlato (Nixonov šok), vznik bubliny na komoditných trhoch, ropné šoky, a ochranné opatrenia v obchodnej politike spôsobili koncom sedemdesiatych rokov hrozbu prasknutia bubliny a tým aj oslabenie svetového dopytu a hospodárskeho rastu. Rast inflácie prinútil Federálny rezervný systém FED zvýšiť úrokové sadzby, zvyšovala sa nezamestnanosť. Aby sa opäť naštartoval hospodársky rast, vláda začala postupne znižovať daňové zaťaženie.

Po recesii v roku 1982 sa skutočne začal zvyšovať hospodársky rast, spoločnosti začali viac investovať, čo podnietilo aj ostatných investorov nakupovať akcie prosperujúcich spoločností. Začali vznikať nové pracovné miesta. Osemdesiate roky 20. storočia boli sprevádzané pomerne stabilným rastom HDP, ekonomike sa darilo. Výnimkou bol rok 1986, kedy sa v dôsledku výkyvov ceny ropy (jej poklesu) začalo opäť hovoriť o ďalšom ropnom šoku. Spolu s dlhovým financovaním štátu a spoločností a prehĺbením deficitu HDP opäť pokleslo. A hoci sa podarilo v roku 1987 cenu ropy stabilizovať, politika novozvoleného prezidenta G. Busha, kríza bankového sektora po prepade akciových trhov, zvyšovanie daní kvôli zníženiu deficitu, a zvyšovanie vojenských výdavkov v súvislosti s vojnou v Perzskom zálive (Púštna búrka), opätovný rast ceny ropy, stlačili ročný prírastok HDP v roku 1991, prvýkrát od polovice roku 1982, do záporných čísel. Deväťdesiate roky boli sprevádzané vládou demokratov a politikou prezidenta Billa Clintona, ktorých zámerom bolo opäť

naštartovať hospodársky rast. Zmeny v sociálnej politike, technologický pokrok, rozmach najmä IT technológií a internetu, pád železnej opony a tým rozšírenie trhov pre export naozaj pomohli podporiť ekonomiku krajiny a HDP opäť začalo rásť. V nasledujúcej tabuľke môžeme pozorovať vývoj medziročných zmien HDP od roku 1982 do roku 2013.

Tabuľka 1: Vývoj HDP v USA od roku 1981 do 2013

rok	HDP % zmeny	rok	HDP % zmeny	rok	HDP % zmeny
1981	2,50	1992	3,40	2003	2,60
1982	-2,00	1993	2,90	2004	3,50
1983	4,50	1994	4,10	2005	3,10
1984	7,20	1995	2,50	2006	2,70
1985	4,10	1996	3,80	2007	1,90
1986	3,40	1997	4,50	2008	-0,40
1987	3,20	1998	4,40	2009	-3,50
1988	4,10	1999	4,90	2010	3,00
1989	3,60	2000	4,20	2011	1,70
1990	1,90	2001	1,10	2012	2,15
1991	-0,30	2002	1,80	2013	1,90

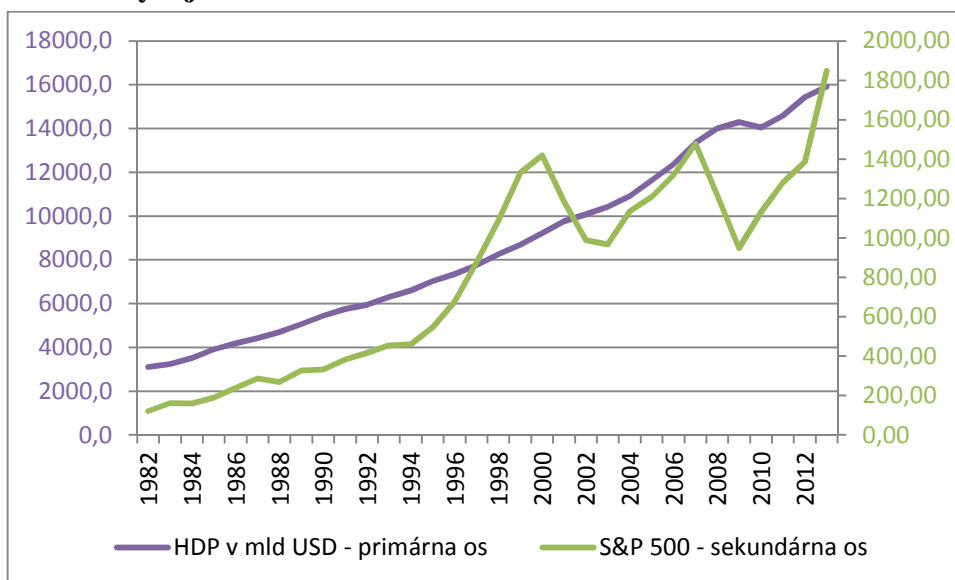
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org

Koncom deväťdesiatych rokov hrubý domáci produkt USA rástol. Vplývalo naň najmä zvýšenie exportu a prudký nárast záujmu o internet a s tým súvisiaci vznik nových spoločností a IT technológií. Po roku 2000 a po prasknutí technologickej bubliny (DOT COM) však väčšina z nich skrachovala a oslabil sa hospodársky rast. Mnohé spoločnosti a investori utrpeli vysoké straty, čo sa prejavilo aj v prudkom poklese HDP v roku 2001 na jednu štvrtinu rastu z predchádzajúceho roku. Hrozba terorizmu a vojny podporila zvyšovanie výdavkov na obranu. Fiškálna politika zostala oslabená a aj vďaka daňovým škrtom HDP opäť začalo klesať. Hľadanie nových možností investovania sa sústredilo na trh nehnuteľností, ktorých cena začala prudko stúpať a vytvorila novú investičnú bublinu. Následné zvýšenie úrokových sadzieb spôsobilo problémy dlžníkom a ceny nehnuteľností začali padať. Prepukla hypotekárna kríza a jej následky sa prejavili aj v prepade HDP, ktoré dosiahlo kladné prírastky až po roku 2010.

Ak sa pozrieme na vývoj akciového indexu S&P 500 v súvislosti s hrubým domácim produktom USA môžeme konštatovať, že počas pomerne stabilného obdobia v rokoch 1982 až 1995 akciový trh kopíroval vývoj HDP krajiny, čo nám hovorí aj teória. V polovici deväťdesiatych rokov začína akciový trh prudko predbiehať rast HDP. Je to spôsobené hlavne záujmom investorov o rastúce IT technológie a nakupovanie akcií novovzniknutých

spoločností, ovplyvnené rastom odvetvia, pozitívnymi vyhlídkami a špekuláciami. Z krátkodobého hľadiska je to očakávaný rast, ale HDP nenasleduje tento vývoj, akoby sme predpokladali. Po prasknutí bubliny DOT COM sa rast HDP spomaľuje a po korekcii trhu opäť nasleduje nárast akciového indexu, aj napriek spomaleniu ekonomického rastu. Po prepuknutí hypotekárnej krízy sa akciový trh opäť prepadol s predstihom približne jeden a pol roka oproti prepadu HDP. No hoci hospodársky rast stagnuje a len pomaly napreduje, akciový trh opäť expanduje a zdá sa, že vytvára ďalšiu bublinu.

Graf 7: Vývoj HDP v USA a akciového indexu S&P 500 od 1982 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: finance.yahoo.com, data.worldbank.org; www.bea.gov

Od roku 1997 zažíva americká ekonomika turbulentné obdobie, sprevádzané menšími, či väčšími krízami a bublinami na kapitálových trhoch, ktoré vyvrcholili ostatnou krízou, ktorá zasiahla celý vyspelý svet. Ako môžeme vidieť, určitá súvislosť medzi vývojom HDP a akciovým trhom skutočne funguje za predpokladu, že je obdobie pomerne stabilné, čo nám dokazujú roky 1982 až 1997. Od roku 1995 začína akciový trh rásť rýchlejšie ako HDP. Vznikom technologickej bubliny sa však situácia mení a vývoj sa odlišuje od teórií. Hoci akciový index predbieha rast HDP, tento ho nenasleduje po niekoľkých mesiacoch, pomaly rastie svojím tempom. Po prepade indexu nastupuje jeho opätovný rast, a hoci aj hrubý domáci produkt zaznamenáva prepád a následne pomalý rast, nepodporuje takýto vzostup indexu.

4.1.2 Úloha monetárnej politiky pri stimulovaní akciového trhu

4.1.2.1 Vplyv ponuky peňazí na investície do akcií

Ponuka peňazí je z pohľadu finančnej teórie jedným z najdôležitejších faktorov, ktoré vplývajú na vývoj akciového trhu a jeho zmeny. Teória hovorí, že ak sa zvyšuje peňažná ponuka, znižujú sa úroky a zlepšujú sa podmienky pre reálne investovanie. Spoločnosti sú aktívnejšie, zvyšujú svoje zisky, čím rastú aj kurzy akcií. V USA sa pre účely skúmania vplyvu peňažnej ponuky na akciové trhy používa agregát M2. Z pohľadu menovej politiky nazývame agregát M2 menovou zásobou a FED ho charakterizuje ako M1 (obeživo, vklady splatné na videnie, šekovateľné vklady) plus overnight repo obchody, termínované vklady pod 100 000 USD a fondy peňažného trhu.

Ak sa pozrieme na vývoj peňažnej zásoby od roku 1982 môžeme pozorovať, že jej výraznejšie zvýšenie sa objavuje v obdobiach recesií, po prasknutí bublín na kapitálových trhoch a pri spomalenom raste HDP. FED sa snažil zvýšením peňažnej zásoby podporiť rast akciových trhov a následne celého hospodárstva. Tak tomu bolo po roku 1980, kedy devalvácia dolára a ropné šoky spôsobili problémy v ekonomike krajiny. Zmeny peňažnej zásoby mali pomôcť naštartovať hospodársky rast. Tá od roku 1981 do roku 1983 vzrástla o viac ako 7 %.

Tabuľka 2: Vývoj agregátu M2 v USA od 1981 do 2013

rok	medziročný rast M2 v %	rok	medziročný rast M2 v %	rok	medziročný rast M2 v %
1981	12,1	1992	-0,2	2003	4,5
1982	10,0	1993	0,6	2004	5,7
1983	8,3	1994	0,4	2005	8,2
1984	12,5	1995	6,9	2006	9,0
1985	8,3	1996	7,9	2007	11,7
1986	9,4	1997	8,0	2008	8,2
1987	4,1	1998	9,6	2009	-0,7
1988	6,8	1999	9,5	2010	-2,7
1989	5,3	2000	8,1	2011	6,7
1990	2,7	2001	7,5	2012	5,0
1991	1,5	2002	4,4	2013	4,1

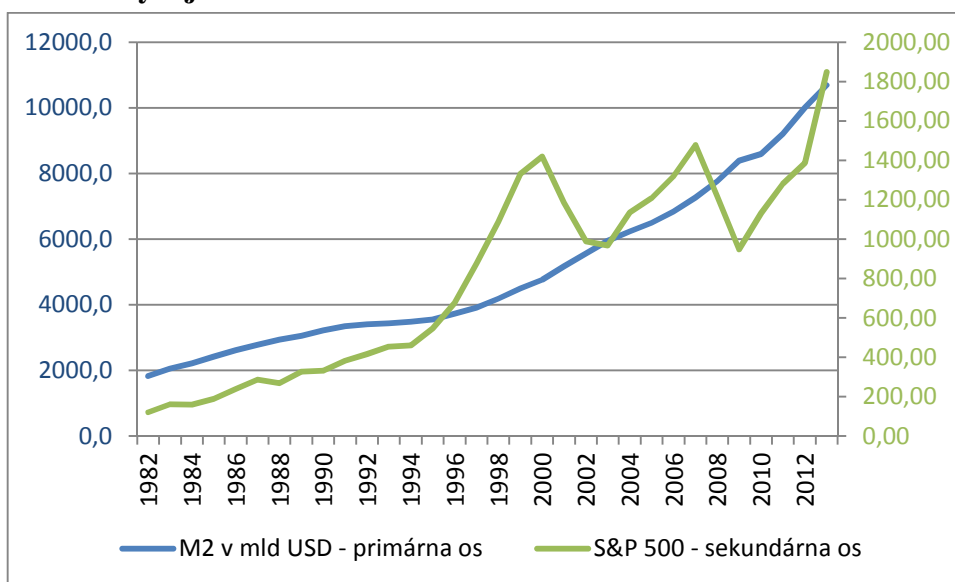
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.econstats.com, data.worldbank.org

Ako je možné pozorovať, po počiatočnom navýšení peňažnej zásoby začiatkom osemdesiatych rokov sa jej medziročné rasty postupne zmenšovali, ale nedostali sa do záporných čísel. Výraznejší rast zaznamenala peňažná ponuka opäť po roku 1995.

Po roku 1997 sa na raste peňažnej zásoby podpísali neustále krízy, menšie či väčšie, ako aj bubliny na akciových trhoch, ktoré sprevádzali ekonomiku Spojených štátov. Na rozdiel od predchádzajúceho obdobia, kedy najmenšia medziročná zmena bola okolo 1% sa v nasledujúcich rokoch zmeny pohybovali nad 4 %. Vyššie prírastky môžeme pozorovať počas prasknutia bublín na kapitálových trhoch, kedy sa FED snažil oživiť hospodárstvo a podporiť trhy. Bolo to najmä prasknutie DOT COM bubliny, pád cien nehnuteľností, či prepuknutie hypotekárnej krízy. Keďže kríza veľmi rýchlo nadobudla globálny charakter, vyžiadala si aj nové riešenie uvoľnenia menovej politiky, ktoré malo pomôcť najmä trhom a tým oživiť hospodársky rast. Čoraz častejšie sa začalo hovoriť o kvantitatívnom uvoľňovaní, ku ktorému FED reálne pristúpil v roku 2008, keď opäť kapitálovými trmi zmietala panika. Vidieť to aj na vývoji peňažného agregátu, keď medziročné percentuálne zmeny vzrástli približne o 5 %.

Na nasledujúcom grafe môžeme vidieť dlhodobý vývoj peňažnej zásoby v USA a akciového indexu. Ako môžeme vidieť, počas pomerne stabilného obdobia v osemdesiatych rokoch vývoj akciového indexu kopíruje vývoj peňažnej zásoby. Zmena nastáva až začiatkom deväťdesiatych rokov, počas krízy v Perzskom zálive, kedy sa veľkosť peňažnej zásoby takmer nemenila. Akciový index začal stagnovať, vzápätí začal prudko rásť.

Graf 8: Vývoj M2 v USA a akciového indexu S&P 500 od 1982 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: finance.yahoo.com; research.stlouisfed.org

Po roku 1997, kedy nastáva obdobie turbulencií na akciových trhoch a vzniku bublín a kríz, napriek rastu peňažnej zásoby index zaznamenáva prudké rasty a opätovné pády. Pri podrobnejšej analýze peňažnej zásoby po roku 2007 však môžeme konštatovať, že

z krátkodobého hľadiska vývoj akciového indexu pozitívne reaguje na kladné impulzy rastu peňažnej zásoby. Z dlhodobého hľadiska počas turbulentného obdobia kríz zaznamenáva index tiež pozitívny trend, kopírujúci rast peňažnej zásoby, avšak tento vývoj je oveľa volatilnejší a napriek stálemu rastu peňažnej zásoby, vysoké rasty sú sprevádzané hlbokými prepismi, ktoré spôsobujú investorom straty. A tieto straty nedokáže nasledujúci rast indexu vyrovnávať, kým sa situácia nestabilizuje.

Keďže kvantitatívne uvoľňovanie bolo priamo namierené na podporu ekonomiky a finančného systému, predpokladalo sa, že bude mať pozitívny dopad aj na akciový trh. „Uvoľnenie menovej politiky je pre akcie veľmi priaznivé a prinieslo v dejinách niektoré z najsilnejších rastov.“³⁹ Preto si ho rozoberieme podrobnejšie.

4.1.2.2 Kvantitatívne uvoľňovanie

Kvantitatívne uvoľňovanie (Quantitative Easing QE) spustil FED po prepuknutí opätovných problémov na akciových trhoch v roku 2008, kedy vypukla panika a akciové indexy začali opäť padať. Malo štyri vlny, pričom každá z nich bola namierená na pomoc a stabilizáciu určitej časti finančného sektora, alebo ekonomiky krajiny vôbec. Kvantitatívne uvoľňovanie spustilo mnohé protikladné reakcie a takisto aj jeho účinky boli podrobne sledované ekonómami a analytikmi.

Prvá vlna kvantitatívneho uvoľňovania, označovaná ako QE I, sa začala ešte v roku 2008 a to koncom novembra a bola ukončená v roku 2010. Bola namierená na podporu hypotekárnych agentúr, na odkupovanie ich dlhopisov a produktov Mortgage backed securities (MBS). FED odkupoval vysoko rizikové a problémové aktíva, čím zachránil mnohé banky pred krachom a poskytol im potrebnú likviditu. Hoci bankám bola poskytnutá pomoc a likvidita, tie sa snažili si vykryť najmä svoje straty a aj z obavy pred ďalšími prepismi na trhoch neposkytovali úvery klientom, čím sa zvýšená peňažná ponuka nepremietla do reálnej ekonomiky. Situácia na finančných trhoch sa nemenila, preto FED v roku 2010, po ukončení prvej vlny QE I, pristúpil na spustenie druhej vlny kvantitatívneho uvoľňovania.

V roku 2010 FED spustil QE II, ktoré bolo zamerané hlavne na nákup cenných papierov. Takýmto spôsobom sa malo zabezpečiť zvýšenie peňažnej zásoby v reálnej ekonomike a očakávalo sa zvýšenie domácej spotreby a podpora ekonomického rastu. V tejto súvislosti vláda predpokladala zvyšovanie cien dlhopisov, čo by pomohlo zvýšiť záujem investorov a spoločností o umiestnenie svojich investícií na kapitálových trhoch. Oslabenie

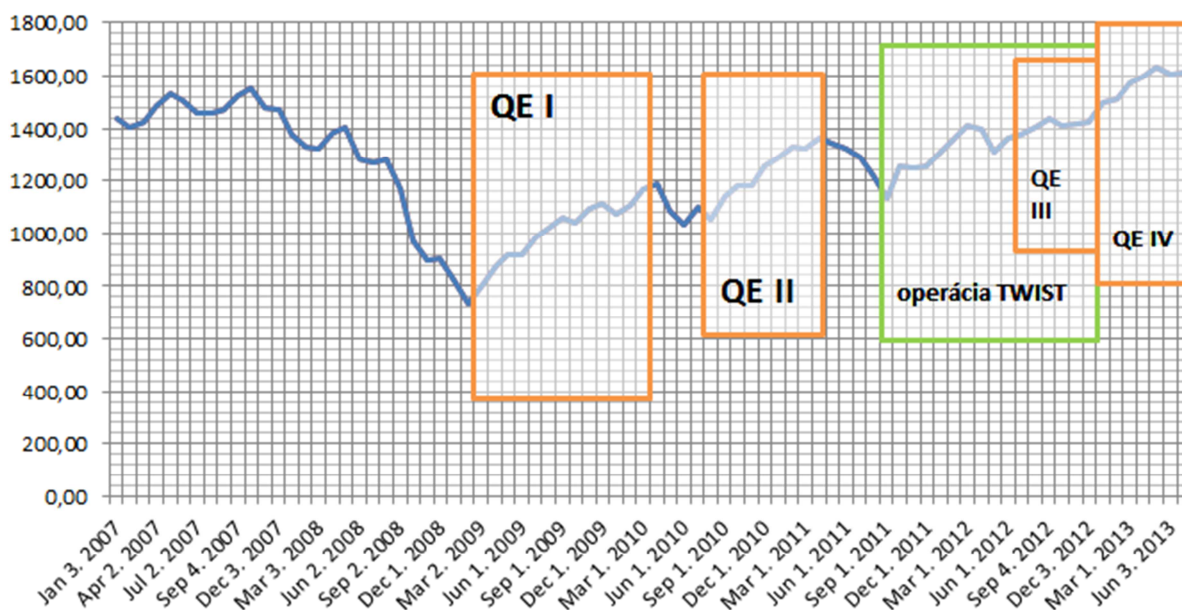
³⁹ Siegel, J. 2011: *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. GRADA Publishing. Praha. 2011. 295 s. ISBN 978-80-247-3860-4. S 203

dolára v tejto súvislosti bolo vítané s očakávaním zvýšenia exportu, čo malo taktiež pomôcť naplniť cieľ naštartovania hospodárskeho rastu. FED ukončil QE II v polovici roka 2011 a o tri mesiace neskôr spustil operáciu s názvom TWIST, ktorej úlohou bolo podporiť úverovú aktivitu na finančných trhoch krajiny. Zabezpečiť to mala výmena dlhodobých cenných papierov so splatnosťou 6 až 30 rokov za cenné papiere s krátkou dobou splatnosti.

Ešte počas priebehu operácie TWIST spustil FED v septembri 2012 ďalšiu vlnu kvantitatívneho uvoľňovania QE III, ktorá sa zameriavala na nákup Mortgage Backed Securities od jednotlivých federálnych bánk. Cieľom tohto tretieho kola bolo podporiť zamestnanosť, pomôcť bankám v úverovaní a opätovne oslabiť hodnotu dolára kvôli exportu. Napriek snahe, tretia vlna kvantitatívneho uvoľňovania nemala také výsledky, ako sa očakávalo a už po štyroch mesiacoch ju FED ukončil, spolu aj s operáciou TWIST a zároveň sa začalo hovoriť o ďalšom kole, čo podnietilo vznik kritiky od analytikov aj od európskych inštitúcií. Tá smerovala najmä k tomu, že takéto zvyšovanie peňažnej zásoby iba podporuje nezodpovednosť finančných inštitúcií a umelo podporuje hospodársky rast. Napriek všetkému FED vyhlásil, že bude pokračovať v nakupovaní dlhodobých cenných papierov a skupovaní MBS. Naďalej sa bude snažiť o znižovanie nezamestnanosti, udržať mierne zvýšenú infláciu a do roku 2015 udrží základnú úrokovú sadzbu na najnižšej možnej úrovni. Zároveň sa predstavitelia FEDu vyjadrili kriticky na Európsku centrálnu banku, ako aj ostatné centrálné banky, že nevyužívajú kvantitatívne uvoľňovanie na podporu hospodárskeho rastu.

Na nasledujúcom grafe si môžeme pozrieť vývoj akciového indexu S&P 500 v súvislosti s kvantitatívnym uvoľňovaním. Už počas prvej vlny QE zaznamenal akciový index rast a obnovila sa dôvera v bankový systém. Skupovaním problémových cenných papierov FED podporil finančné inštitúcie a vyčistil kapitálový trh. Druhá vlna kvantitatívneho uvoľňovania viedla k podobnej situácii a index opäť zaznamenal rast. Tretia vlna kvantitatívneho uvoľňovania nepriniesla požadovaný efekt, hoci operácia TWIST, ktorá bežala súbežne s QE III čiastočne stabilizovala hodnotu indexu po jeho páde po ukončení QE II. Táto situácia mohla byť spôsobená aj krátkosťou trvania QE III, ale aj oslabením meny. Pre krátkosť času tretej vlny sa výsledky čiastočne ukázali po začatí štvrtej vlny QE, kedy index zaznamenal rast, ale je potrebné povedať, že tento rast nie je taký výrazný ako v prvých dvoch vlnách QE, najmä však v prvej vlne. V súčasnosti sa hovorí o tom, že štvrté kolo kvantitatívneho uvoľňovania bolo pokračovaním tretieho kola iba s upravenými podmienkami. Oficiálne bolo III. kolo QE ukončené v októbri tohto roku.

Graf 9: Vplyv QE v USA na akciový index S&P 500



Zdroj: Gachová, K. 2013: Kavantitatívne uvoľňovanie a jeho vplyv na akciový trh USA. Dostupné na: <http://www.derivat.sk/files/2013%20vedecky%20seminar/Gachova.pdf>

Kvantitatívne uvoľňovanie malo za cieľ aj podporu celého finančného trhu. Ako môžeme vidieť na predchádzajúcom grafe, použitie menového nástroja zvýšenia peňažnej zásoby malo aj na akciový index skutočne pozitívny dopad. „Jediným prípadom, kedy budú akcie negatívne reagovať je vtedy, keď centrálna banka uvoľní menovú politiku až príliš, čím by sa trh začal obávať rastu inflácie.“⁴⁰ Avšak pri jeho opakovanom použití, pokiaľ ostávajú ostatné podmienky takmer nezmenené, sa jeho účinnosť znižuje. V tomto prípade sa nemenila úroková sadzba a priemerná výška inflácie za posledné štyri roky bola necelé 2%. Nemôžeme však odoprieť fakt, že každá vlna QE pozitívne ovplyvnila viac či menej akciový trh a priniesla rast indexu S&P 500.

4.1.2.3 Stimulácia akciových kurzov pomocou úrokových sadzieb

Vývoj základnej úrokovej sadzby závisí od zvolenej politiky centrálnej banky, ktorá jej úpravou priamo reaguje na situáciu v ekonomike a finančnom sektore krajiny pomocou politiky tzv. ľahko alebo ťažko dostupných peňazí. Všetky trhové úrokové sadzby sa odvíjajú od základnej úrokovej sadzby, ktorú určuje centrálna banka vzhľadom na svoju menovú politiku v súvislosti s vývojom hospodárstva krajiny. Základnou úrokovou sadzbou FEDu rozumieme Federal Funds Rate, ktorá je určovaná pre jednoduché (overnight) obchody na medzibankovom trhu.

⁴⁰ Siegel, J. 2011: *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. GRADA Publishing. Praha. 2011. 295 s. ISBN 978-80-247-3860-4. S 203

Treba pripomenúť, že pohyb úrokovej sadzby ovplyvňuje ceny na trhoch, a to ako na finančných, tak aj nefinančných. Úrokové sadzby reagujú na množstvo peňazí v obehu, čiže na peňažnú zásobu, čím ovplyvňujú jej objem. Centrálna banka sa snaží takýmto spôsobom predísť prehrievaniu ekonomiky, alebo naopak jej recesii. Zároveň do istej miery predikujú vývoj v ekonomike krajiny, ako aj to, ako sa bude vyvíjať inflácia.

Ak sa pozrieme na vývoj základnej úrokovej sadzby FEDu od roku 1982, môžeme pozorovať klesajúci trend výšky úrokových sadzieb. Po búrlivých sedemdesiatych rokoch, ktoré otriasli ekonomikou USA a aj ich menou, sa centrálna banka rozhodla znížiť základnú úrokovú sadzbu. FED tak chcel podporiť ekonomiku a čiastočne zabrániť dopadom, ktoré hrozili po prepuknutí druhého ropného šoku. Obava pred dopadmi recesie začiatkom osemdesiatych rokov prinútila centrálnu banku znížiť úrokové sadzby, aby tak podporila hospodárstvo a trhy. Úrokové sadzby postupne klesali až do roku 1986 a ich následné mierne zvýšenie malo byť iba stimulačným opatrením pred jej prehriatím. Následne sa však objavila hrozba ďalšieho ropného šoku po zvýšení ceny ropy a po vypuknutí vojny v Perzskom zálive aj obava recesie a tak FED bol nútený opäť znížiť úrokové sadzby, aby pomohol trhom. V nasledujúcej tabuľke môžeme vidieť vývoj základnej úrokovej sadzby FEDu od roku 1981.

Tabuľka 3: Vývoj základnej úrokovej sadzby v USA od 1981 do 2013

rok	základná úroková sadzba v %	rok	základná úroková sadzba v %	rok	základná úroková sadzba v %
1981	16,38	1992	3,49	2003	1,12
1982	12,43	1993	3,00	2004	1,34
1983	8,90	1994	4,20	2005	3,19
1984	10,25	1995	5,83	2006	4,96
1985	8,16	1996	5,27	2007	5,05
1986	6,87	1997	5,44	2008	2,09
1987	6,59	1998	5,35	2009	0,25
1988	7,39	1999	5,00	2010	0,25
1989	9,35	2000	6,24	2011	0,25
1990	8,62	2001	3,90	2012	0,25
1991	5,63	2002	1,67	2013	0,25

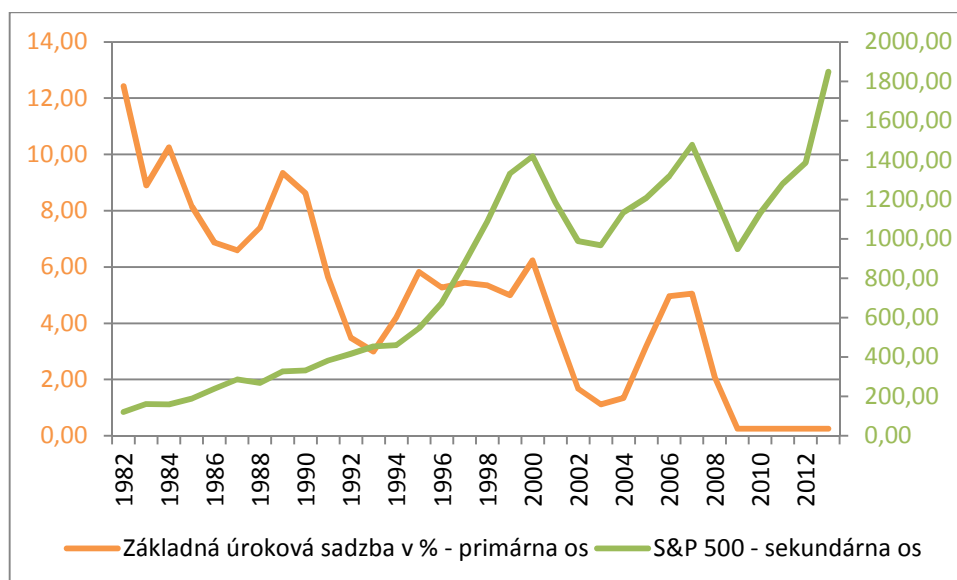
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: tradingeconomic.com, federalreserve.gov

Rozvoj internetu podporil rast HDP a vznik nových firiem, hlavne akciových spoločností, ktorých akcie na trhu rastom cien začali nafukovať akciovú bublinu. FED opäť zvýšil úrokové sadzby, aby stabilizoval situáciu na trhoch. Nárast záujmu o IT technológie a pozitívna nálada na trhu však boli príliš silné a hoci v roku 2000 úrokové sadzby znovu

vzrástli, nedokázali už zabrániť vzniku bubliny, ktorá sa vytvárala niekoľko rokov. Po jej prasknutí trhy skolabovali a FED bol nútený znižovať úrokovú sadzbu. Do popredia sa však dostal nový problém. Veľké množstvo peňazí v obehú vďaka politike „ľahkého získavania úverov“ spôsobilo nutnosť opätovného zvyšovania úrokových sadzieb aj vzhľadom na infláciu, ktorá začala rásť. Takéto rozhodnutie určite nebolo jednoduché. Predstavitelia FEDu museli rozhodnúť, ktorú oblasť podporiť, aby dopady na celkovú ekonomiku krajiny boli čo najmenejšie. Ekonomická situácia však bola už priveľmi komplikovaná a zvýšenie úrokových sadzieb znamenalo neschopnosť dlžníkov splácať svoje úvery. Ceny nehnuteľností začali padať, vznikla hypotekárna kríza, ktorá odhalila veľké problémy vo finančnom sektore, ktoré vznikali a boli politicky „podporované“ už niekoľko rokov. Kapitálové trhy skolabovali, spomalil sa hospodársky rast a recesii sa už nedalo zabrániť ani výrazným znížením úrokových sadzieb, ktoré mali naštartovať záujem investorov o investovanie aj na akciových trhoch a pomôcť HDP.

Ak chceme porovnať vývoj úrokovej sadzby s vývojom akciového indexu, pripomeňme si, že podľa teórií by znižovanie úrokových sadzieb malo spôsobiť rast akciového indexu a naopak, ich rast znamená pokles záujmu o akcie spoločností.

Graf 10: Vývoj základnej úrokovej sadzby v USA a akciového indexu S&P 500 od 1982 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: finance.yahoo.com, tradingeconomic.com, federalreserve.gov

Na grafe môžeme vidieť, že z dlhodobého hľadiska znižovanie úrokovej sadzby pôsobí pozitívne na akciový index. Jednoznačne to môžeme pozorovať v prvej polovici skúmaného obdobia, kedy postupné znižovanie úrokových sadzieb pomáhalo v raste

akciového indexu. V polovici deväťdesiatych rokov sa však situácia mení. Vzhľadom na rozmach internetu a IT technológií, ceny akcií týchto spoločností rýchlo rastú a to aj napriek tomu, že základná úroková sadzba zostáva na úrovni okolo šiestich percent. Koncom storočia, keď už bolo jasné, že sa vytvára bublina na akciovom trhu, sa FED pokúsil zvýšením úrokových sadzieb čiastočne stabilizovať situáciu, ale po krachoch prvých spoločností bublina praskla a akciový index začal padať. Hoci centrálna banka takmer ihneď začala so znižovaním sadzieb, prepadu indexu nezabránila. No pomohla k tomu, aby sa akciový trh rýchlejšie spamätal.

Po roku 2003 sa na trhu začala vytvárať ďalšia bublina, ktorá súvisela s rastom cien nehnuteľností. Zvyšovanie úrokovej sadzby malo trhom pomôcť upokojiť situáciu, akciový index však stále rýchlo rástol. Hypotekárny trh skolaboval a následne za sebou stiahol aj ostatné trhy, a to vďaka previazanosti celého finančného sektora. Akciový index začal padať a ani znižovanie úrokovej sadzby nepomohlo stabilizovať situáciu. FED sa preto rozhodol znížiť sadzby na najnižšiu možnú úroveň, čím sa snažil podporiť ekonomiku.

Ak sa pozrieme na vývoj zobrazený na grafe je zrejmé, že znižovanie úrokovej sadzby podporuje akciový trh, ktorý zaznamenáva rast. Pokiaľ je situácia v ekonomike krajiny pomerne stabilná, môžeme vidieť, že znižovanie úrokovej sadzby podporuje postupný rast akciového trhu a jej výkyvy naň príliš nepôsobia. V krízovom období a v období bublín sa však takáto závislosť neprejavuje. Je to spôsobené prevažne neistotou a negatívnymi očakávaniami investorov, ktorí sa pri vyšších stratách stávajú opatrnejšími. Napriek tomu však môžeme povedať, že zmena základnej úrokovej sadzby, jej pokles alebo rast, má na akciový trh pozitívny, či negatívny dopad a úzko súvisí aj s peňažnou zásobou.

4.1.2.4 Vplyv inflácie na znehodnotenie kurzov akcií

Inflácia je veličina, ktorá ovplyvňuje vývoj na akciových trhoch nepriamo. Vplýva však na ňu peňažná zásoba a výška úrokovej sadzby. V súčasnej dobe je udržanie určenej výšky inflácie jedným z cieľov centrálnej banky USA. Vzhľadom na inflačné cielenie sa všetky opatrenia v rámci menovej politiky robia s prihliadnutím práve na tento cieľ FEDu. Keďže z tohto dôvodu sa inflácia v USA pohybuje v určitom rozpätí, je ťažké hovoriť o vplyve jej výšky na kurzy akcií. Ak hovoríme, že nízka inflácia sa automaticky zakomponuje do trhových cien akcií a FED sa snaží jej výšku udržať na stanovenej úrovni,

nie je jednoduché určiť jej vplyv na akciový trh. „V poslednej dobe sa FED sústredil na cenovú infláciu a jeho strednodobým cieľom je prispôsobovanie úrokových sadzieb.“⁴¹

Rast inflácie počas celého sledovaného obdobia je najvýraznejší práve v obdobiach ekonomických či politických šokov a kríz. „...k inflácii v cenách aktív dochádza, keď sa ekonomike nedarí a CPI inflácia je nízka, stabilná alebo klesajúca. Investori často vyženú ceny nahor v očakávaní vyšších budúcich cien.“⁴² Po poklese inflácie začiatkom osemdesiatych rokov nastupuje v americkej ekonomike obdobie rastu a napriek malým výkyvom sa inflácia udržiavala okolo 3 %. Výraznejší rast zaznamenala začiatkom deväťdesiatych rokov, kedy sa USA zúčastnilo vojny v Perzskom zálive. Po ukončení konfliktu opäť začala klesať. Okolo roku 2000, keď sa vytvárala DOT.COM bublina na akciových trhoch, začala aj inflácia rásť a rástla až do prasknutia tejto bubliny. Posledný výkyv zaznamenala v období vytvárania bubliny na realitnom trhu v roku 2005 a následnom vzniku finančnej krízy v roku 2008. Po prepade trhov, spomalení rastu a poklese spotreby inflácia prudko padá a nastáva deflácia, ktorá vďaka opatreniam centrálnej banky netrvá dlho.

Tabuľka 4: Vývoj inflácie v USA od 1981 do 2013

rok	priemerná ročná inflácia v %	rok	priemerná ročná inflácia v %	rok	priemerná ročná inflácia v %
1981	10,3	1992	3,00	2003	2,30
1982	6,20	1993	3,00	2004	2,70
1983	3,20	1994	2,60	2005	3,40
1984	4,30	1995	2,80	2006	3,20
1985	3,60	1996	2,90	2007	2,90
1986	1,90	1997	2,30	2008	3,80
1987	3,70	1998	1,60	2009	-0,40
1988	4,00	1999	2,20	2010	1,60
1989	4,80	2000	3,40	2011	3,20
1990	5,40	2001	2,80	2012	2,10
1991	4,20	2002	1,60	2013	1,50

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: tradingeconomic.com, data.worldbank.org

⁴¹ Boeckh, J. A. 2012: *Velké oživení: Jak mohou investoři vydělat v novém světě peněz*. GRADA Publishing. Praha. 2012. 318 s. ISBN 978-80-247-4170-3. S 101

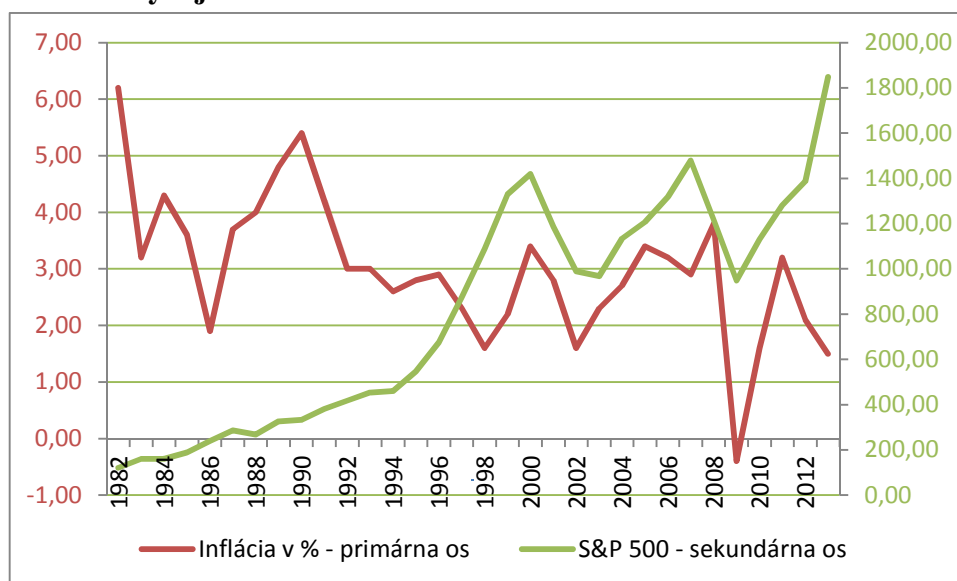
⁴² Boeckh, J. A. 2012: *Velké oživení: Jak mohou investoři vydělat v novém světě peněz*. GRADA Publishing. Praha. 2012. 318 s. ISBN 978-80-247-4170-3. S 46

Napriek všetkým udalostiam a šokom sa vďaka snahe FEDu udržať infláciu na nízkej úrovni, tento cieľ darilo s malými výkyvmi plniť. A to aj vďaka úpravám peňažnej ponuky a úrokových sadzieb.

Ak sa pozrieme na vzťah medzi infláciou a peňažnou zásobou, je zrejmé, že zvyšovanie peňažnej zásoby spôsobuje inflačné tlaky, ktoré by mali viesť k jej zvyšovaniu. Vzhľadom na inflačné cielenie však centrálna banka následne zvýši úrokovú sadzbu, aby tieto dopady zmiernila a udržala výšku inflácie na prijateľnej úrovni. Následnú malú zmenu výšky inflácie trh absorbuje a premietne do cien akcií. Z tohto dôvodu nie je jednoduché povedať, či výška inflácie v USA výrazne ovplyvňuje vývoj akciového trhu a to hoci aj nepriamo. Túto situáciu výraznejšie môžeme vidieť najmä počas turbulentného obdobia od roku 1998. Zmena nastáva až po prepuknutí ostatnej krízy po roku 2007, kedy použitím kvantitatívneho uvoľňovania centrálna banka čiastočne ustúpila od inflačného cielenia. Trh sa začína správať prirodzene a s rastom peňažnej zásoby rastie aj inflácia. V roku 2009 však napriek zvýšenej peňažnej ponuke klesá domáci dopyt, znižuje sa spotreba a nastáva deflácia. Preto sa centrálna banka opäť snaží opatreniami dosiahnuť infláciu a vracia sa späť k cieľu udržaniu jej výšky na úrovni okolo 3 %.

Ak sa pozrieme na vývoj akciového indexu S&P 500 a inflácie môžeme pozorovať, že napriek snahe udržiavať infláciu na nízkej úrovni, jej výkyvy aj o jeden percentuálny bod čiastočne ovplyvňujú aj akciový index. Začiatkom osemdesiatych rokov, kedy sa ekonomika spamätávala po ropných šokoch začala inflácia klesať. V tomto období môžeme pozorovať rast akciového trhu a to aj napriek inflačným výkyvom. Výška inflácie však už nedosahovala hodnoty sedemdesiatych rokov, čo znamenalo pozitívny impulz. V roku 1990 vojenský konflikt znamenal aj zvýšenie inflácie nad 5 % a miernu stagnáciu indexu. Po upokojení situácie inflácia začala klesať a od polovice deväťdesiatych rokov, keď index začína prudko rásť, sa pohybuje v rozpätí 1,5 % až 3,5 %. V tomto období vzhľadom na nízku mieru inflácie môžeme pozorovať, že jej rast pôsobí aj na rast akciového indexu a jej pokles je v obdobiach jeho poklesu. Môžeme teda povedať, že pri nízkej miere inflácie sa jej zvýšenie automaticky zakomponuje do trhových cien, čo môže podporiť aj rast akciového trhu, pretože klamlivo poukazuje na rast cien akcií.

Graf 11: Vývoj inflácie v USA a indexu S&P 500 od 1982 do 2013

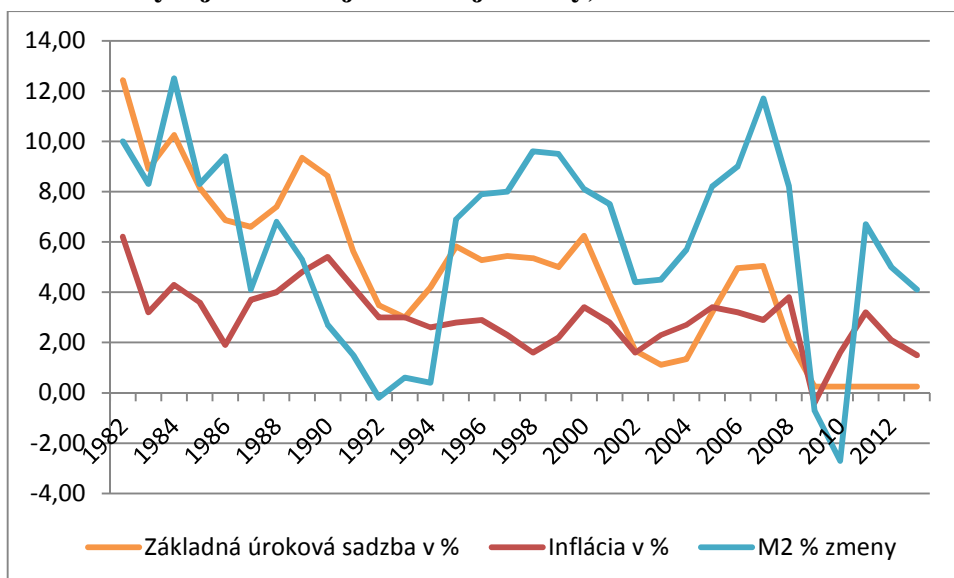


Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: finance.yahoo.com, tradingeconomic.com, data.worldbank.org

Po prepuknutí finančnej krízy a prepade indexu padá aj inflácia a napriek opatreniam centrálnej banky a zvyšovaniu peňažnej ponuky dochádza ku deflácií. Táto situácia však bola krátkodobá a neustále zvyšovanie peňažnej zásoby a zvýšenie domácej spotreby spôsobujú inflačné tlaky. Tie sú však v tomto prípade pozitívne. Inflácia stúpila a rastie aj akciový index.

Na nasledujúcom grafe môžeme vidieť vývoj troch fundamentov – peňažnej zásoby, základnej úrokovej sadzby a inflácie.

Graf 12: Vývoj základnej úrokovej sadzby, M2 a inflácie v USA od 1982 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: tradingeconomic.com, federalreserve.gov, data.worldbank.org

Vo všeobecnosti môžeme konštatovať, že počas ekonomicky stáleho obdobia platí, že sa peňažná zásoba a úroková sadzba navzájom ovplyvňujú. Pri raste úrokovej sadzby klesá ponuka peňazí a naopak. Zmena nastáva až počas krízových rokov, kedy FED zasahuje svojimi opatreniami do tohto fungovania, aby podporil finančné trhy, či hospodárstvo krajiny. Na grafe to môžeme pozorovať od roku 1997. Vtedy sa vzťah týchto fundamentov stáva akoby nelogickým a pri poklese úrokovej sadzby klesá aj ponuka peňazí, prípadne naopak. Netrvá však dlho a trhové sily tento nelogický vývoj upravujú až do ďalšieho zásahu centrálnej banky. Jednoznačne môžeme však povedať, že zvyšovanie inflácie vedie ku zvyšovaniu úrokovej sadzby a jej výkyvy pôsobia aj na zmenu úrokovej sadzby. Pri vplyve na peňažnú zásobu je situácia komplikovanejšia. Inflačné ciele spôsobuje, že fundamenty sa nesprávajú prirodzene a na rast peňažného agregátu nereaguje inflácia svojím rastom, ale v mnohých prípadoch naopak. Spôsobujú to opatrenia, ktoré urobí FED pri zvyšovaní peňažnej ponuky, aby infláciu udržal na určenej hranici.

4.1.3 Dopad fiškálnej politiky na akciový trh

4.1.3.1 Efektívnosť daňovej politiky

Všeobecne je známe, že ak sú v krajine vysoké dane z príjmu, finančných transakcií, či z dividend, tento fakt pôsobí na vývoj akciového trhu negatívne. Investori sa vzhľadom na vysoké daňové zaťaženie snažia vyhýbať takýmto investíciám. Výnimkou sú krajiny, ktoré majú rozvinutú ekonomiku, stabilný vývoj a politickú situáciu. Nemôžeme teda jednoznačne povedať, že samotná daňová politika vplyva na rozhodovanie investora a preto je ťažké porovnávať vývoj akciového indexu vo vzťahu k výške daní. Primárne sa totiž zmeny daňovej politiky využívajú pri znižovaní deficitu štátneho rozpočtu, prípadne štátneho dlhu a v obdobiach recesie na oživenie ekonomického rastu. Vtedy sú vlády ochotné dane znižovať. Nie je však žiadnym tajomstvom, že dane slúžia najmä politickým účelom a to najviac v období očakávania volieb.

Daňová politika v USA rozdeľuje dane na priame a nepriame. Väčšia časť nepriamych daní má dve zložky a to federálnu a štátnu. V praxi to znamená, že časť daní sa odvádza do federálnej pokladnice a časť daní ostane príslušnému štátu. Takisto aj niektoré položky dane z príjmu sú priamo určené federálnou vládou a väčšina daní spadá do kompetencie štátnych orgánov. Výška daňového zaťaženia je však v rôznych častiach Spojených štátov odlišná.

Priame dane sú zložené z dvoch častí - daň z príjmu fyzických osôb (Personal Income Tax) a daň zo zisku spoločností (Corporate Tax) a vyberajú sa na všetkých troch správnych

úrovniah – miestnej, štátnej aj federálnej. Daň z príjmov fyzických osôb nie je jednotná vo všetkých štátoch. Vo väčšine štátov má táto daň progresívny charakter, iné majú presne stanovenú výšku dane, niektoré štáty túto daň nevyberajú vôbec a v dvoch štátoch vyberajú daň z príjmu iba z dividend a úrokových príjmov. Federálna daň z príjmov fyzických osôb v Spojených štátoch má 6 daňových pásiem (od 10% do 35%) a je rozdelená podľa toho, či fyzická osoba žije v manželstve alebo nie. Daň zo zisku spoločností je taktiež vyberaná na všetkých troch úrovniach a vo väčšine štátov má jednu sadzbu. Niektoré štáty nemajú túto daň a niektoré majú daňové pásma. Federálna daň zo zisku spoločností má osem daňových pásiem, pričom najnižšia daň v prvom pásme je 15%.

Medzi nepriame dane patria:

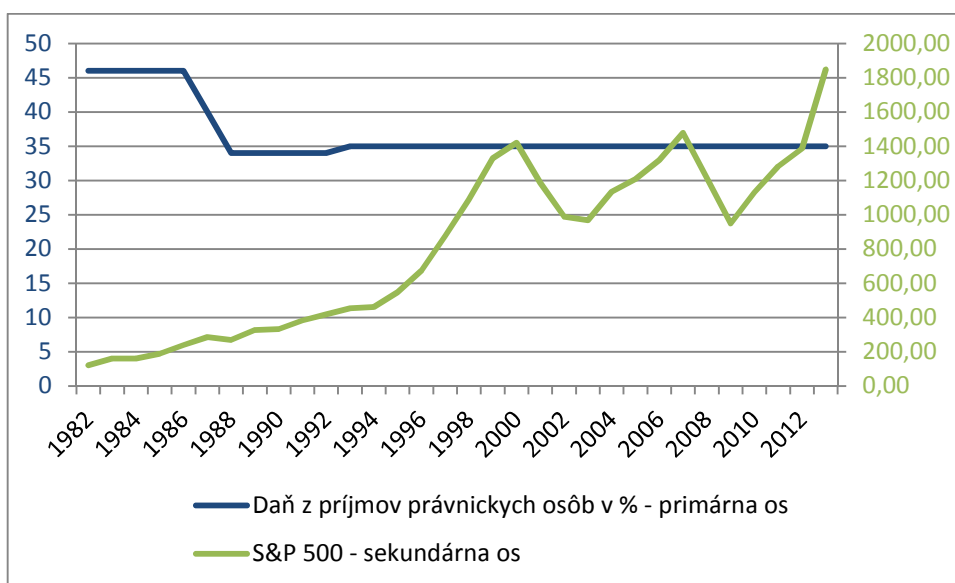
Daň z predaja (Sales Tax) – je to daň za nákup tovarov a služieb a je pripočítaná až pri platení. Jej výška sa väčšinou pohybuje od 5% do 8% a je vyberaná na úrovni jednotlivých štátov, prípadne okresov, ktoré si jej výšku určujú samy.

Telekomunikačná daň (Telecommunications Tax) – je daň z predaja telefónnych kariet, z ich hodnoty, prípadne z hodnoty, ktorá je určená na základe impulzov alebo minút, ktoré karta obsahuje.

Letisková daň (Airport Tax) – je daň z leteckej dopravy a má niekoľko druhov. Vzhľadom na objem tejto dopravy v USA je najvýznamnejšia daň z každej predanej letenky, ktorá je kombináciou percentuálneho podielu z ceny letenky a pevnej čiastky. Dôležitou súčasťou tohto druhu dane je aj daň z predaja leteckého paliva a daň z leteckej nákladnej dopravy.

Spotrebná daň (Excise Tax) – sú to dane na tovary, ktoré sú označované ako „luxusné“, alebo také, ktoré zaťažujú zdravie alebo životné prostredie. Je to daň z cigariet a tabaku, zo špeciálnych palív, motorových palív, z piva, vína, z alkoholu, z predaja vakcín a špeciálna daň združeného fondu úniku z podzemných palivových nádrží. Väčšina týchto daní je určená presnou čiastkou na určité množstvo.

Graf 13: Vývoj dane z príjmu právnických osôb v USA a indexu S&P 500 od 1982 do 2013



Zdroj: Spracované podľa: finance.yahoo.com; www.oecd.org

Ako môžeme vidieť, vláda Spojených štátov výrazne znížila dane iba v roku 1986, od tejto zmeny s daňami veľmi nehýbala. Aj napriek problémom v ekonomike udržiava stabilnú daňovú politiku. K poslednej zmene daní vláda pristúpila začiatkom tohto storočia, kedy prezident G. Bush schválil dočasné zníženie vybraných daní z príjmu pre všetky príjmové skupiny. Účinnosť tohto opatrenia skončila koncom roku 2010 a následne prezident Obama pokračoval v politike udržania nižších daní, aby podporil ekonomiku krajiny.

4.1.3.2 Stimulačné efekty pomocou vládnych výdavkov

Zvyšovanie vládnych výdavkov podporuje ekonomiku a ak výdavky smerujú do podnikateľského sektora, zvyšujú firmám zisky a podporujú rast akciového trhu. Výška vládnych výdavkov je však ovplyvnená politikou vlády a zadlženosťou krajiny. Preto sa zvyšovanie vládnych výdavkov nie vždy používa pri podpore hospodárstva a kapitálových trhov.

Vládne výdavky v USA sa dlhodobo pohybujú na úrovni okolo 35 % HDP. Vzhľadom na to, že HDP krajiny rastie, aj vládne výdavky rastú. Výraznejšia zmena nastala po prasknutí akciovej bubliny v roku 2000, kedy výdavky poklesli, no už v roku 2004 sa opäť vracajú na úroveň 35 % HDP. Po vypuknutí ostatnej krízy sa problémy v ekonomike prehĺbili a hrozba hlbokjej recesie prinútila vládu výrazne zvýšiť svoje výdavky, aby podporila domácu spotrebu a pomohla hospodárstvu. Spolu s daňovou reformou a znížením daní to bol fiškálny stimul, ktorý podporil aj akciové trhy a to aj napriek ďalšiemu zadlžovaniu krajiny.

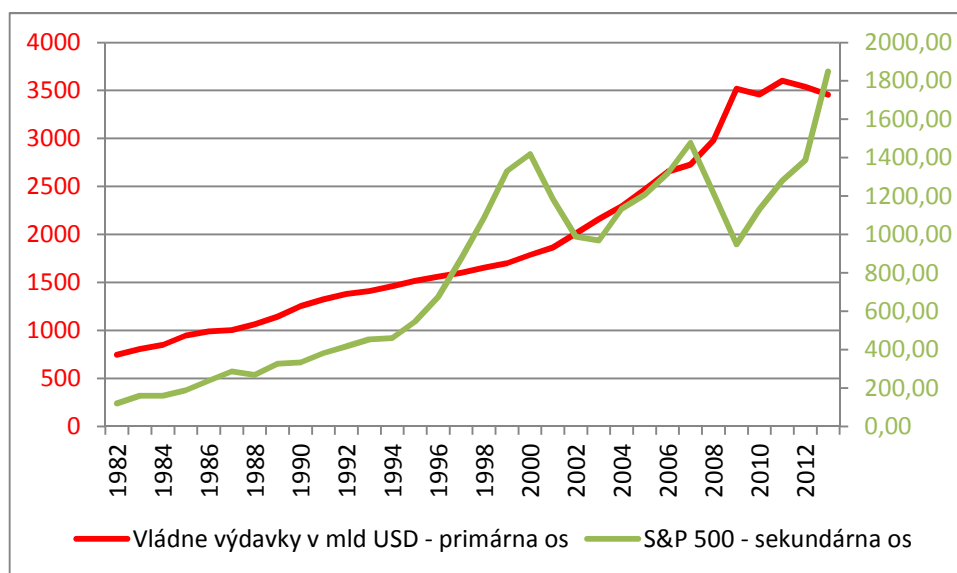
Tabuľka 5: Vývoj vládných výdavkov v USA od 1981 do 2013

rok	vládne výdavky % HDP	rok	vládne výdavky % HDP	rok	vládne výdavky % HDP
1981	34,32	1992	37,04	2003	35,31
1982	36,25	1993	36,31	2004	34,86
1983	36,31	1994	35,38	2005	34,83
1984	34,44	1995	35,53	2006	35,12
1985	35,48	1996	34,69	2007	35,09
1986	35,71	1997	33,76	2008	37,16
1987	35,09	1998	33,24	2009	42,83
1988	34,73	1999	32,64	2010	40,96
1989	34,74	2000	32,56	2011	40,51
1990	36,01	2001	33,33	2012	39,94
1991	37,22	2002	34,74	2013	36,54

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org, usgovernmentspending.com

USA patrí medzi krajiny s vysokým zadĺžením, no napriek tomu dlhodobo výdavky vlády rastú. Od roku 1980 do polovice deväťdesiatych rokov sa aj akciový index S&P 500 vyvíja podobne. V tomto období rastie aj ekonomika krajiny. Po roku 1995 však vládne výdavky mierne poklesli. Naopak vďaka rozvoju internetu sa index dostáva do bubliny. V roku 2000, keď bublina DOT.COM praskla a index sa prepadol, vláda zvýšila svoje výdavky a akciový trh začal opäť rásť.

Graf 14: Vývoj vládných výdavkov v mld USD v USA a indexu S&P 500 od 1982 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: finance.yahoo.com, usgovernmentspending.com

Po roku 2004 sa však na realitnom trhu vytvára ďalšia bublina, ktorá podporuje rast aj akciového trhu. Vládne výdavky stále rastú a po prepuknutí finančnej krízy a páde indexu S&P 500 ich vláda prudko navyšuje, aby zabránila zhoršovaniu recesie, v ktorej sa krajina ocitla. Po roku 2009 hrozba dlhovej krízy prinútila vládu pristúpiť k reštriktívnej fiškálnej politike, čo znamenalo snahu o udržanie výdavkov približne na rovnakej úrovni.

V prípade USA môžeme konštatovať, že rast vládnych výdavkov je pozitívnym impulzom pre akciový trh, ktorý tiež rastie. A to aj v turbulentných obdobiach, kedy index vytvára bubliny. Výnimkou je vznik recesie, kedy po prepade trhov index začína opäť prudko rásť, čo spôsobuje prevažne špekulatívny dopyt po akciách, ale vládne výdavky stagnujú z dôvodu veľkého zadlžovania krajiny.

4.2 Makroekonomická politika a akciový trh v Japonsku

Japonsko, ako jediná z vybraných krajín, má za posledné storočie odlišný vývoj. Po porážke v druhej svetovej vojne bola krajina úplne zničená a musela sa vyrovnáť aj s okupáciou víťazných spojeneckých síl. Rozsiahle zmeny v ekonomike, vrátane mnohých demokratických zmien a zmeny ústavy, pomohli, aby sa krajina rýchlo zotavila a zaujala popredné miesto medzi vyspelými krajinami. V sedemdesiatych rokoch však ropné šoky spôsobili problémy v ekonomike a následná recesia ich zvýraznila. Japonsko však naštartovalo ekonomický rast reštrukturalizáciou hospodárstva a až do roku 1989 ekonomicky rástlo a stalo sa druhou najsilnejšou ekonomikou sveta. Od deväťdesiatych rokov sa však ekonomika nachádza na pokraji recesie, z ktorej sa Japonsko nevie spamätať.

4.2.1 HDP a kurzy akcií

Japonsko je po USA a Číne treťou najväčšou ekonomikou sveta. Oficiálny názov krajiny je Japonské cisárstvo a je konštitučnou monarchiou. Na čele štátu je cisár, hoci forma vlády je parlamentná demokracia. V tejto súvislosti je zaujímavé pripomenúť, že Japonsko má len jeden štátny sviatok a ním je 23. december, kedy sa narodil cisár. Japonsko patrí medzi technologicky najrozvinutejšie a najvyspelejšie krajiny sveta. Za tento úspech vďačí najmä prístupu vlády k priemyselným odvetviam, ich vzájomnej podpore a spolupráci, znižovaniu výdavkov na obranu a technologickej rozvinutosti.

Po druhej svetovej vojne sa Japonsko pomerne rýchlo spamätalo. Zničené hospodárstvo pomohli naštartovať typické vlastnosti ekonomiky krajiny, a to záruka zamestnania na celý život a tzv. Keiretsu, čiže obchodné skupiny, kde je vzájomne prepojená štruktúra dodávateľov, výrobcov a predajcov. V poslednom období však tieto vlastnosti

ustupujú najmä pod tlakom globalizácie a medzinárodnej konkurencie, ale aj vplyvom demografických zmien v krajine. Japonsko je ostrovná krajina a nemá dostatok surovín pre svoje hospodárstvo. Preto je priemyselná výroba závislá na dovoze palív a základných surovín. Podobne je na tom aj poľnohospodárstvo. Pre malé množstvo ornej pôdy je chránené a silne dotované. Krajina je sebestačná len v produkcii ryže, ostatné základné potraviny dováža. Import potravín preto tvorí viac ako polovicu domácej spotreby. Významné postavenie v japonskom hospodárstve má rybolov, ktorý má historickú tradíciu. Japonsko má najväčšiu rybársku flotilu na svete a produkuje takmer pätinu svetového rybolovu. V súčasnosti však čelí kritike v oblasti lovu veľrýb pre ich veľký a slabo regulovaný výlov.

Začiatok 60. rokov znamenal pre japonskú ekonomiku začiatok prudkého rastu, ktorý trval tri desaťročia. V tomto období dosahovala ekonomika priemerne až 10 % rast, ktorý v ďalšom desaťročí klesol kvôli problémom spôsobených ropnými šokmi na polovicu a v osemdesiatych rokoch dosahoval priemerne 4 %. Japonsko sa stalo synonymom ekonomického zázraku, kedy sa krajina zničená vojnou a atómovou bombou dokázala rýchlo dostať na prvé miesta svetového rebríčka vyspelých krajín. Zmena nastala koncom 80. rokov, kedy na akciovom trhu praskla bublina, ktorú vytvorili špekulatívne investície s predpokladom ďalšieho pozitívneho vývoja v ekonomike. Ceny akcií začali padať a spoločnosti sa vinou svojich rizikových a neefektívnych investícií dostali do vysokých dlhov, ktoré neboli schopné splácať. Na trhu chýbala likvidita, zvyšovala sa nezamestnanosť a znižoval domáci dopyt. Tieto problémy spolu s oneskoreným zásahom centrálnej banky do úrokových sadzieb viedli k prudkému spomaleniu hospodárskeho rastu, k recesii a postupnému nástupu deflácie.

Japonská ekonomika sa z týchto problémov nedokázala spamätať a roky bojuje s defláciou, nízkymi úrokovými sadzbami a slabou domácou spotrebou. A hoci po roku 2000 sa Japonsku darilo pomaly zvyšovať prírastky HDP a v roku 2008 sa zvýšila aj inflácia, prepuknutie finančnej krízy spôsobilo opätovný návrat k deflácií a spomaleniu rastu. Keďže japonská ekonomika je zameraná na export, ktorý výrazne klesol, ekonomika začala stagnovať a centrálna banka v roku 2009 opäť znížila úrokovú sadzbu takmer na nulu. Vzhľadom na zhoršujúcu sa ekonomickú situáciu po roku 2000 sa vláda rozhodla pre reštrukturalizáciu ekonomiky. Dôležitým krokom v tejto oblasti je privatizácia Japan post – Japonskej pošty, ktorá mala prebiehať od roku 2007 do 2017. Vďaka tejto privatizácii sa z Japan Post mala stať najvýznamnejšia finančná inštitúcia v krajine. Nová vláda však v roku

2009 zastavila privatizáciu a ďalší predaj akcií spoločnosti. Nadalej však pokračujú diskusie o pokračovaní reformy a o jej efektívite.

Výrazným problémom sa totiž stáva starnutie populácie a vysoký štátny dlh, ktorý v roku 2013 dosahoval hodnotu až 230 % HDP⁴³. Vláda sa preto snaží v rámci cieľa dlhodobého rozvoja podporiť technologické inovácie a IT sektor a oživiť sektor služieb. Silným úderom pre japonskú ekonomiku bola prírodná katastrofa v roku 2011, kedy zemetrasenie a následná vlna tsunami, ktorá zasiahla tri prefektúry Japonska a zničila aj jadrovú elektrárňu Fukušima. Škody zasiahli hlboko do HDP a situácia spôsobila ochromenie ekonomiky, dočasné zastavenie výroby v továrňach a rafinériách, poškodenie tovární, obmedzenie rybolovu a iné. S následkami tejto katastrofy krajina bojuje dodnes.

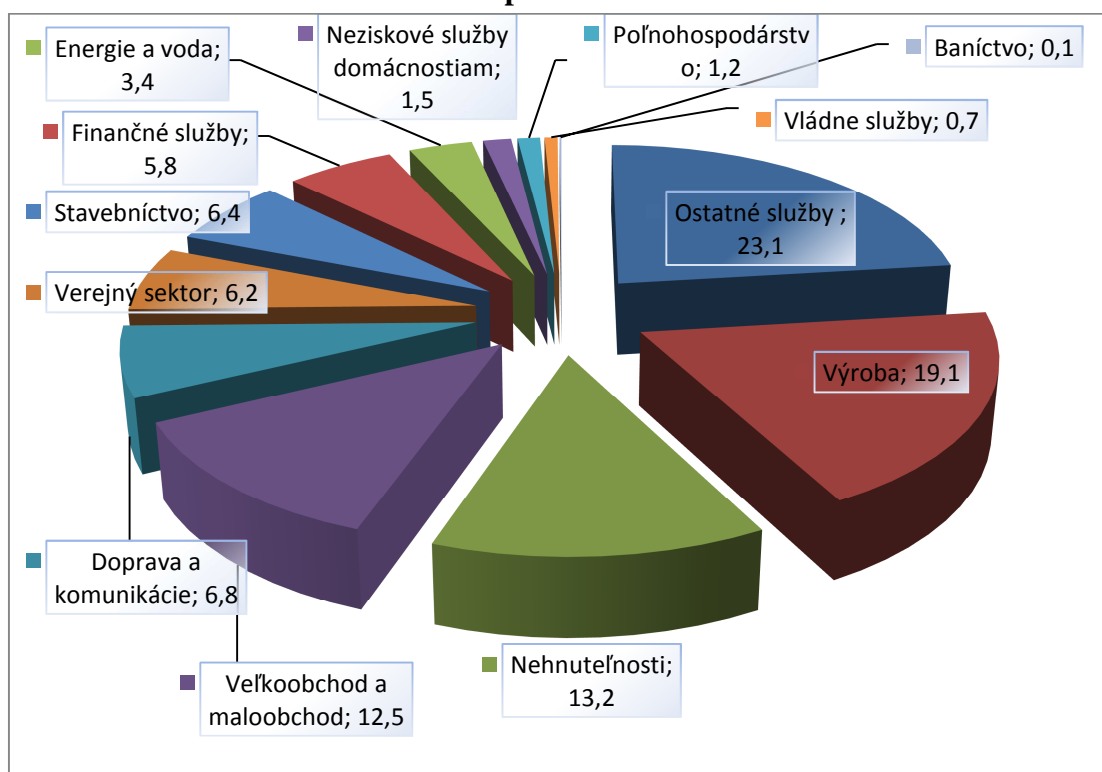
Podobne ako vo všetkých vyspelých ekonomikách, aj v Japonsku majú najvyšší podiel na HDP služby, ktoré tvoria približne 73,2 % celkového HDP krajiny. Najvýznamnejšími odvetviami sú finančné služby – poisťovníctvo a bankovníctvo, telekomunikácie, nehnuteľnosti, doprava, maloobchod a veľkoobchod. Pre tradičnú komplikovanú štruktúru obchodu a distribúcie má krajina vyšší podiel predaja z veľkoobchodu ako z maloobchodu, čo nie je charakteristické pre vyspelú ekonomiku. Je to špecifikum obchodných služieb Japonska a postupne sa tento rozdiel znižuje. Dlhodobé problémy sú však v oblasti cestovného ruchu. Hoci infraštruktúra a ubytovacie služby sú na vysokej úrovni, pre domácnosti predstavujú relatívne vysoké náklady. Preto domáci cestovný ruch nepatrí medzi oblasti s vyšším podielom na domácej spotrebe. Inak tomu nie je ani pri zahraničnom cestovnom ruchu. Vysoké ceny ubytovania a dopravy odrádzajú turistov, aby krajinu navštívili, preto je cestovný ruch na nízkej úrovni.

Na druhom mieste pri tvorbe HDP je priemysel, ktorý tvorí necelých 25,6 %. Podobne ako v iných vyspelých krajinách sa priemyselná výroba presúva do krajín, ktoré majú nižšie náklady a lacnejšiu pracovnú silu. Japonská ekonomika je charakteristická pružnou reakciou na globálne zmeny v oblasti priemyslu a preto je jednou z najvýznamnejších a najvyspelejších producentov v oblasti mikrotechnológie a robotiky. Najvýznamnejšie a najvyspelejšie obory v oblasti priemyslu sú strojárstvo, petrochémia a chémia, papierenský priemysel a elektrotechnika. V oblasti automobilového a lodiarskeho priemyslu je Japonsko tretím najväčším producentom na svete. Špeciálnu pozornosť krajina venuje oblastiam moderných technológií, ako je robotika, vyspelá elektronika, biotechnológia a nanotechnológia. Vláda

⁴³[http://www.mzv.sk/App/wcm/media.nsf/vw_ByID/ID_68B66B274EBCBB86C1257759001B2C58_SK/\\$File/131130_EIT_Japonsko.pdf](http://www.mzv.sk/App/wcm/media.nsf/vw_ByID/ID_68B66B274EBCBB86C1257759001B2C58_SK/$File/131130_EIT_Japonsko.pdf)

tieto oblasti podporuje a vidí v nich konkurenčnú výhodu, ktorú by Japonsko mohlo mať v budúcnosti. Významné postavenie v japonskej ekonomike má lodiarsky priemysel, ktorý v globálnom meradle patrí medzi najvýznamnejšie vo svete. Vďaka rastúcim objemom produkcie v Južnej Kórei a v Číne však jeho podiel neustále klesá. Tradičným oborom priemyslu Japonska je stavebníctvo, ktoré od konca druhej svetovej vojny patrí k významným odvetviam. Je charakterizované zavádzaním moderných strojov a technológií a jeho zaujímavosťou je, že je charakteristický výrazným podielom verejných prác a projektov, ktoré sú financované zo štátneho rozpočtu alebo miestnych rozpočtov.

Graf 15: Štruktúra HDP v Japonsku v %



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.stat.go.jp; www.pref.gifu.lg.jp

Poľnohospodárstvo tvorí približne 1,2 % HDP a to vrátane lesníctva a rybolovu. Poľnohospodárstvo pôvodne bolo najvýznamnejším odvetvím hospodárstva krajiny, ale v posledných desaťročiach veľmi rýchlo stratilo svoje postavenie. Množstvo obrábanej a využívanej pôdy sa neustále znižuje a v súčasnosti tvorí približne 12 % celkového územia krajiny. veľké dotácie a prísna ochranná politika poľnohospodárstva spôsobuje, že na domácom trhu majú potraviny vysoké ceny. Farmy majú prevažne rodinný charakter a väčšina z nich vlastní menej ako jeden hektár pôdy. Japonsko musí dovážať až 60 % potravín, najmä mäso, pšenicu a ovocie. Sebestačné je iba v produkcii ryže a čaju, a takmer v produkcii vajec a zeleniny. Špecifickou oblasťou poľnohospodárstva je rybolov a lov iných

morských živočíchov, ktorý patrí k tradičným formám produkcie a hlavne spotreby potravín na domácom trhu. Približne 80 % produkcie pochádza z výlovu na otvorenom mori a v zátokách a zvyšných 20 % je produkovaných z umelých chovov v slanej a sladkej vode. Veľmi diskutovanou témou v rámci japonského rybolovu je lov veľrýb, ktorý je zakázaný. Veľrybie mäso bolo tradičnou súčasťou stravy obyvateľov a napriek zákazu sa stále dá nájsť v reštauráciách a konzervách.

Podobne ako ostatné krajiny sveta, aj Japonsko zasiahli v 70. rokoch 20. storočia ropné šoky. Po prvom ropnom šoku sa zvýšila inflácia a nezamestnanosť. Na túto skutočnosť vláda zareagovala rozsiahlymi úspornými opatreniami najmä v oblasti palív a surovín, ktoré musela krajina dovážať. Zmenou technologických postupov v priemysle a reštrukturalizáciou výroby sa podarilo ekonomiku veľmi rýchlo stabilizovať. Japonsko sa zameralo na odvetvia, ktoré majú vysokú pridanú hodnotu. Tieto opatrenia viedli k zníženiu výrobných nákladov a k zvýšeniu produktivity domácich výrobcov.

Nasledujúci druhý ropný šok preto nemal pre ekonomiku krajiny taký negatívny dopad. Začiatkom 80. rokov Japonsko reštrukturalizovalo hospodárstvo, zameralo sa na technologický rozvoj, ktorý sa stal hlavným motorom priemyslu, a do popredia sa dostali služby. Vláda pokračovala v podpore exportu a nové exportné zameranie na oblasť Ázie a Tichomorja podporovalo rast HDP. V polovici 80. rokov vláda pomaly ustupuje od proexportnej politiky na nátlak obchodných partnerov, najmä USA, a zrušila dovozné colné bariéry. S týmto krokom sa stotožnila, pretože hospodárska politika sa ukázala ako neutržateľná. Prebytky obchodnej bilancie a vysoká miera úspor spôsobila tlak na zhodnocovanie meny. V krajine bola však stále nízka životná úroveň a nízka úroveň domácej spotreby. Rast HDP sa spomalil a vláda zamerala hospodársku politiku na domáci trh a rozvoj zahraničných vzťahov. Táto orientácia však začiatkom 90. rokov nepriniesla očakávané zvýšenie rastu hospodárstva. Celosvetová recesia spôsobila, že okrem vnútorných problémov muselo Japonsko čeliť aj zhoršeným podmienkam na medzinárodných trhoch. Hoci v tomto období HDP nevykazuje výrazný pokles, nedosahoval ani rastu z predchádzajúcich období. Domáca spotreba naďalej klesala a zvýšenie exportu spôsobilo opätovný prebytok platobnej bilancie. Nízke úrokové sadzby podporovali vznik bubliny na realitnom trhu. Aby centrálna banka zabránila prehriatiu ekonomiky, začala zvyšovať základnú úrokovú sadzbu, čo následne spôsobilo problémy s platobnou schopnosťou spoločností aj obyvateľov. Spotreba stále klesala. Znížili sa investície a prepadli sa ceny na trhu nehnuteľností. V nasledujúcej tabuľke môžeme vidieť vývoj hrubého domáceho produktu v Japonsku od roku 1981.

Tabuľka 6: Vývoj HDP v Japonsku od roku 1981 do 2013

rok	rast HDP % zmeny	rok	rast HDP % zmeny	rok	rast HDP % zmeny
1981	4,20	1992	0,82	2003	1,69
1982	3,38	1993	0,17	2004	2,36
1983	3,06	1994	0,86	2005	1,30
1984	4,46	1995	1,94	2006	1,69
1985	6,33	1996	2,61	2007	2,19
1986	2,83	1997	1,60	2008	-1,04
1987	4,11	1998	-2,00	2009	-5,53
1988	7,15	1999	-0,20	2010	4,65
1989	5,37	2000	2,26	2011	-0,57
1990	5,57	2001	0,36	2012	1,96
1991	3,32	2002	0,29	2013	1,58

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org, www.tradingeconomics.com

Na odvrátenie recesie, okrem menových impulzov centrálnej banky, ktoré znamenali najmä opätovné zníženie úrokových sadzieb, vláda pristúpila k aktívnej hospodárskej politike. Zmena daňovej politiky, podpora domácich výrobcov, zvýšenie priamych zahraničných investícií, úprava zdravotnej a sociálnej starostlivosti patrili medzi programy, ktoré mali obnoviť hospodársky rast. Napriek snahe rast HDP stagnoval. V roku 1996 sa zdalo, že sa podarilo recesiю ukončiť a HDP vzrástlo nad 3 %. Bolo to však len dočasné oživenie. Už v roku 1997 sa prejavil predčasný fiškálny zásah novej vlády, ktorá sa reštrikciami snažila znížiť rozpočtový deficit. Zvýšenie daní, rušenie daňových výhod a reforiem, ktoré zaviedla predchádzajúca vláda, sa odzrkadlilo v poklese HDP. Spoločnosti negatívne zareagovali na reštrikcie, klesla spotreba a HDP naďalej klesal. Vláda priznala predčasné použitie reštriktívnych opatrení a prijala protikrízový balík opatrení, ktorý však nepriniesol očakávané pozitívne impulzy. Štát prestal z veľkej časti chrániť nereformovaný finančný sektor. Krach veľkých finančných inštitúcií spôsobil nedôveru k bankovému sektoru a HDP zaznamenalo v roku 1998, po viac ako tridsiatich rokoch, pokles. Ešte v tom istom roku vláda prijala dva nové zákony na stabilizáciu bankového sektora, čiastočne opäť prijala určité záruky za tento sektor a tiež pripravila rozvojový plán na nasledujúce štyri roky. Následné prijatie druhého protikrízového balíka pomohlo čiastočne stabilizovať situáciu, opätovne naštartovať hospodársky rast a rast HDP.

Začiatok nového tisícročia bol sprevádzaný miernym rastom HDP, ktorý naštartovali opatrenia vlády a centrálnej banky koncom 90. rokov. Japonská vláda prešla k expanzívnej politike, zvýšila vládne výdavky a znížila dane. Rok 2001 však znamenal opäť návrat

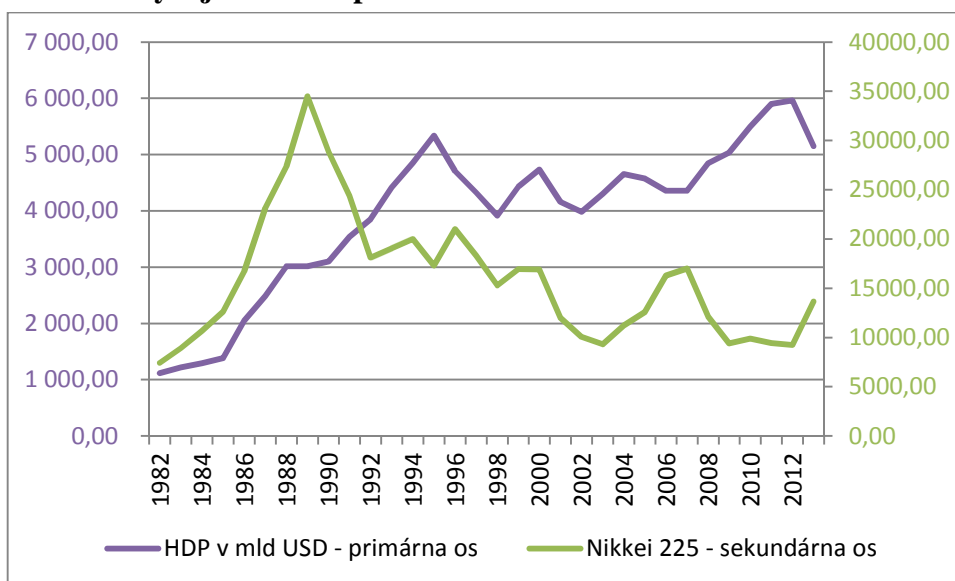
k recesii, ktorý bol spôsobený najmä svetovou krízou a jej dopadom na krehké japonské hospodárstvo. HDP začalo pomaly klesať a v roku 2002 sa jeho prírastok pohyboval mierne nad nulou. No už v druhej polovici roka dochádz k oživeniu na svetových trhoch a spolu s oživením domácich firiem došlo v nasledujúcich rokoch k miernemu ale pomerne stálemu rastu HDP. Až do roku 2007, kedy prepukla finančná kríza, Japonsko pokračovalo v snahe zvýšiť svoj hospodársky rast. Svetová recesia však spôsobila hlboký prepád HDP takmer - 6 % a trvalo dva roky, kým sa hospodárstvo krajiny začalo pomaly spamätávať. Rast HDP však zabrzdiло zemetrasenie a tsunami, ktoré v roku 2011 poškodilo jadrovú elektrárňu Fukušima a spôsobilo škody, ktoré sa vyšplhali na hodnotu približne 5 % HDP Japonska a znamenali jeho opätovný záporný rast. Napriek všetkým snahám vlády sa japonská ekonomika stále nachádza na pokraji recesie. Mierny rast HDP v roku 2012 bol sprevádzaný problémami so zadlženosťou krajiny a hoci sa v nasledujúcom roku očakávalo výrazné oživenie ekonomiky, nestalo sa tak a HDP mierne poklesol.

Ak sa pozrieme na vývoj HDP v porovnaní s vývojom akciového indexu Nikkei 225, je zrejmé, že index kopíruje iba časť jeho vývoja. Po zmenách v hospodárstve začiatkom osemdesiatych rokov sa s rastom HDP prebúdzal aj index, ktorého hodnota začala prudko rásť. Tento rast však nebol spôsobený iba hospodárskym rastom. „Silný hospodársky rast pravidelne zvyšuje úrokové sadzby, ale má nejednoznačný dopad na ceny akcií, pretože vyššie úrokové sadzby bojujú proti silnejším firemným ziskom.“⁴⁴ Bankový sektor, vo veľkej miere chránený štátom, podstupoval rizikové obchody na kapitálových trhoch a vďaka nízkym úrokovým mieram sa poskytovali hypotekárne úvery aj málo bonitným klientom a malým spoločnostiam. Začala vznikať realitná bublina. Ceny nehnuteľností rástli a ekonomika sa začala prehrievať. Centrálna banka sa snažila zvýšením úrokových sadzieb upokojiť situáciu, ale následné zvýšenie splátok z úverov znamenalo platobnú neschopnosť dlžníkov. Ceny nehnuteľností začali prudko klesať, investori sa začali sťahovať z kapitálového trhu a prepádu indexu Nikkei 225 sa už nedalo zabrániť. V roku 1990 klesol takmer o 6000 bodov a do roku 1992 spadol na polovicu svojej hodnoty. Oproti tomu HDP mierne zakolísal a naďalej rástol až do roku 1996, kedy sa prejavila recesia. Index na ňu zareagoval ďalším prepádom svojej hodnoty, hoci už tri roky stagnoval. Investori nedôverovali finančnému sektoru, reštriktívne opatrenia vlády kapitálový trh nepodporili a po krátkej stagnácii index zaznamenal ďalšie straty. A hoci po zmene vládnej politiky sa jeho

⁴⁴ Siegel, J. 2011: *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. GRADA Publishing. Praha. 2011. 295 s. ISBN 978-80-247-3860-4. S 203

hodnota zvýšila, toto oživenie kapitálového trhu trvalo iba do prepuknutia finančnej krízy a v roku 2008 index opäť začal klesať.

Graf 16: Vývoj HDP v Japonsku a akciového indexu Nikkei 225 od 1982 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org, www.statista.com

Po prepuknutí svetovej finančnej krízy index Nikkei zaznamenáva svoje minimum napriek tomu, že hrubý domáci produkt Japonska rastie. Je zaujímavé, že od roku 2007 sa index vyvíja opačne ako HDP krajiny. Jeho hodnotou otriasla aj prírodná katastrofa v roku 2011, kedy sa zastavila výroba v niekoľkých automobilkách a významných výrobných závodoch s elektronikou. Poškodenie a odstavenie jadrových reaktorov spôsobilo problémy s energetikou a vysoké škody zasiahli do štátneho rozpočtu. Napriek predpokladom, že kapitálový trh nepocíti túto udalosť, investori z obavy zo situácie a jej riešenia, zareagovali rýchlo a index dosiahol nové minimum. No už v roku 2012 jeho hodnota začala rásť a to aj napriek poklesu HDP a jeho rast naďalej pokračoval aj v roku 2013.

4.2.2 Vplyv monetárnej politiky na akciový trh

4.2.2.1 Vplyv ponuky peňazí na investície do akcií

Menovú politiku v Japonsku riadi centrálna banka Japonska – Bank of Japan (BoJ), ktorá je v domácom jazyku nazývaná Nichigin. Jej hlavným cieľom je cenová stabilita a inflácia 2 %, ktorú chce dosiahnuť v čo najkratšom čase. Tento cieľ však nie je tak jasne definovaný, ako je to u iných centrálnych bánk. BoJ má za úlohu zabezpečiť zdravý vývoj a rast japonskej ekonomiky, správu a vydávanie mincí a bankoviek, vykonávanie operácií v rámci peňažných trhov, ktoré súvisia s výkonom menovej politiky a úpravy peňažnej ponuky. Základné smerovanie menovej politiky určuje menová rada Policy Board na

Mítíngoch menovej politiky - Monetary Policy Meetings (MPM). Skladá sa z 9 členov – guvernéra, 2 zástupcov guvernéra a 6 ďalších členov. MPM sa konajú jedenkrát alebo dvakrát mesačne a trvajú jeden až dva dni. Menová rada zhodnotí hospodársku politiku, na základe ktorej určí smerovanie politiky centrálnej banky na najbližšie obdobie. Toto rozhodnutie oznámi ihneď po ukončení mítíngu a centrálna banka na jeho základe určí typy operačných nástrojov, množstvo denných operácií na peňažnom trhu a množstvo peňažnej ponuky. Aj regulovaním peňažnej ponuky sa centrálna banka snaží ovplyvňovať dianie v ekonomike krajiny a spĺňať svoje ciele.

Japonsko je vyspelá krajina a na rozdiel od USA alebo Veľkej Británie 80-te roky 20.storočia neboli pre ekonomickú situáciu krajiny veľmi priaznivé. Najskôr spomalenie rastu, neefektívne investície a stagnácia HDP, potom vytváranie cenovej bubliny najmä na realitnom trhu spôsobili, že okrem fiškálnych zásahov musela zasiahnuť aj centrálna banka. Domáca spotreba stagnovala a zvyšovali sa úspory. Napriek reštrukturalizácii hospodárstva sa ekonomika dostávala do recesie a centrálna banka sa rozhodla zvyšovať peňažnú zásobu. Prvé výraznejšie zvýšenie prišlo po prasknutí bubliny začiatkom 90. rokov. Ekonomika upadla do recesie a centrálna banka sa snažila povzbudiť hospodárstvo a trhy. Následná svetová recesia ešte viac prehĺbila problémy v krajine a Japonsko začalo upadať do deflácie. Centrálna banka očakávala, že zvyšovaním peňazí v obehu a znižovaním úrokových sadzieb zvýši inflačný tlak, ale nereformovaný finančný sektor nezareagoval a domáca spotreba naďalej klesala. BoJ pokračovala v uvoľnenej menovej politike a snažila sa zvýšiť infláciu a podporiť rast, čo sa jej nedarilo.

V druhej polovici 90. rokov sa problémy v bankovom sektore prejavili naplno. Vláda prestala ručiť za bankový sektor a krach významných finančných inštitúcií spôsobil nedôveru, stiahnutie likvidity a problémy vo finančnom sektore. Centrálna banka umelo nenavýšila peňažnú zásobu, ktorá po prasknutí internetovej bubliny a nastúpení recesie po roku 2001 zaznamenala prvý krát po tridsaťročnom období zápornú zmenu. Po zmenách vo finančnom sektore sa však situácia nezmenila. Napriek rastu HDP ekonomiku sprevádza recesia a hrozba deflácie prinútila centrálnu banku opäť pokračovať v uvoľňovaní menovej politiky a zvyšovať peňažnú ponuku. V roku 2006 sa peňažná ponuka opäť znížila a zaznamenala zápornú zmenu, hoci nie tak výraznú ako v roku 2001.

Od tohto obdobia sa hovorí o najväčšom uvoľňovaní menovej politiky za celé obdobie japonskej hospodárskej recesie, čo sa však veľmi neodzrkadľuje v zmene peňažnej ponuky. V nasledujúcej tabuľke môžeme vidieť medziročné zmeny agregátu M2 v Japonsku.

Ako môžeme pozorovať, zmeny agregátu M2 poukazujú na snahu centrálnej banky podporovať ekonomiku. Napriek všetkým opatreniam sa však japonská ekonomika už približne tri desaťročia nachádza v recesii s hrozbou deflácie. Vďaka tradíciám je Japonsko najmä ekonomikou úspor a pri problémoch v hospodárstve obyvatelia ešte viac sporia a znižujú spotrebu, čo môže byť problémom, ktorý cyklicky vracia krajinu do recesie.

Tabuľka 7: Vývoj agregátu M2 v Japonsku od 1981 do 2013

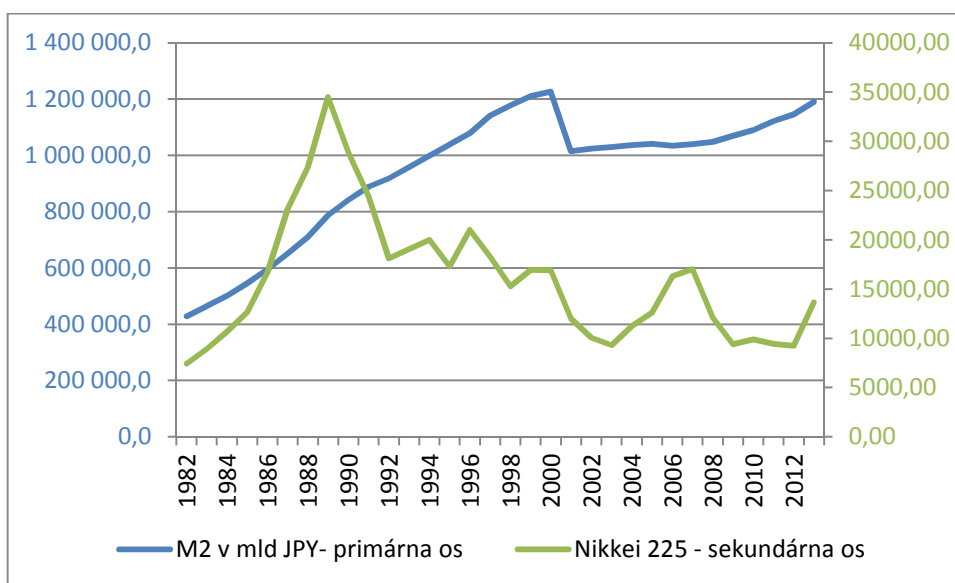
rok	M2 % zmeny	rok	M2 % zmeny	rok	M2 % zmeny
1981	11,8	1992	3,3	2003	0,5
1982	9,3	1993	4,4	2004	0,6
1983	8,5	1994	4,2	2005	0,5
1984	7,9	1995	4,1	2006	-0,7
1985	8,7	1996	3,8	2007	0,7
1986	9,2	1997	5,8	2008	0,8
1987	9,4	1998	3,1	2009	2,0
1988	9,1	1999	2,8	2010	1,9
1989	11,0	2000	1,3	2011	2,9
1990	6,9	2001	-17,1	2012	2,2
1991	5,5	2002	0,9	2013	3,8

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org

Zmenami v peňažnej ponuke sa centrálna banka snaží podporiť aj kapitálový trh, ktorý sa po prasknutí cenovej bubliny dostáva do stagnácie. Ako môžeme vidieť na nasledujúcom grafe, po prudkom raste akciového indexu v roku 1989 nastal prudký pokles a napriek neustále rastúcej peňažnej ponuke, index stagnuje. Investori prestali dôverovať vládnym zmenám a hospodárske výsledky neboli veľmi pozitívne. Ekonomika bola v recesii a problémy vo finančnom sektore mohli investorom naznačiť nevýhodnosť investície do akcií. Centrálna banka menovými opatreniami a zvyšovaním peňažnej ponuky naďalej podporovala kapitálový trh a ekonomiku, no po krachu finančných inštitúcií sa index Nikkei opäť prepadá. Po prasknutí internetovej bubliny v roku 2000 index stagnuje, no keď sa zníži v roku 2001 peňažná ponuka, jeho hodnota spadne na nové minimum a až do roku 2003 má klesajúci trend.

Až do vypuknutia finančnej krízy zaznamenávajú kurzy akcií rast a to aj napriek tomu, že peňažná ponuka rastie len mierne. V roku 2008 index začne padať a hoci ponuka peňazí klesne mierne, pád indexu je vďaka kríze oveľa väčší. Centrálna banka opäť pokračovala v uvoľňovaní menovej politiky, ale akciový index naďalej stagnoval až do roku 2013, kedy zaznamenal po dlhšej dobe prvé výraznejšie zhodnotenie.

Graf 17: Vývoj M2 v Japonsku a akciového indexu Nikkei 225 od 1982 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org; finance.yahoo.com

Porovnanie vývoja menového agregátu M2 a akciového indexu Nikkei 225 nám ukazuje, že začiatkom 80. rokov sa zvyšovanie peňažnej ponuky podpísalo aj na raste akciového indexu. Zmeny v hospodárstve krajiny viedli k pozitívnej nálade. Banky poskytovali úvery a rástli investície, ktoré sa časom ukázali ako neefektívne. Keďže sa ekonomika začala prehrievať, centrálna banka zasiahla zvýšením úrokových sadzieb, čo síce zastavilo prehrievanie, zároveň však spôsobilo dlžníkom nesolventnosť a prasknutie cenovej bubliny. Všetky tieto kroky viedli k recesii a od prasknutia bubliny v roku 1989 sa napriek zvyšovaniu peňažnej ponuky index správa opačne, ako by sme očakávali. Hoci peňažná ponuka rástla, akciový index padal alebo stagnoval.

4.2.2.2 *Stimulácia akciových kurzov pomocou úrokových sadzieb*

Výšku úrokových sadzieb v Japonsku určuje Menová rada na Mítingoch menovej politiky. Za základnú úrokovú sadzbu⁴⁵ je považovaná Uncollateralised Overnight Call Rate. Je to úroková sadzba pre jednodňové nezabezpečené úvery v rámci bankového systému. Tieto úvery sú krátkodobé, maximálne 1 deň (cez noc) a sú splatné na nasledujúci deň do 10:00 hodiny. Centrálna banka pomocou nich ovplyvňuje množstvo peňazí v obehu.

⁴⁵ Základná úroková sadzba je označovaná ako referenčná alebo benchmarková úroková sadzba a je odvodená od Uncollateralised Overnight Call Rate, ktorej výšku určuje Menová rada na MPM a väčšinou je určovaná ako rozpätie. Uncollateralised Overnight Call Rate je sledovaná a upravovaná každý deň v rámci určeného rozpätia. Jej výška ovplyvňuje úrokové sadzby, ktoré banky účtujú pri komerčných produktoch, ako sú pôžičky, hypotéky, účty a pod.

Ak sa pozrieme na vývoj základnej úrokovej sadzby, môžeme povedať, že za posledných viac ako 20 rokov má klesajúci trend. Po zmenách v osemdesiatych rokoch sa začal spomaľovať hospodársky rast. Vláda urobila fiškálne opatrenia a centrálna banka podporila ekonomiku postupným znižovaním úrokových sadzieb. Politika ľahko dostupných peňazí sa prejavila zvyšovaním množstva úverov, najmä hypotekárnych. „Keď centrálna banka sprístupní podmienky úveru, zníži tým mieru, ktorou sú diskontované budúce peňažné toky z akcií a stimuluje tým dopyt, ktorý zvyšuje budúce zisky.“⁴⁶ Ceny nehnuteľností začali prudko stúpať a začala sa vytvárať cenová bublina. Ekonomika sa začala prehrievať a centrálna banka sa rozhodla v roku 1989 opäť zvýšiť úrokové sadzby, aby spomalila rast a zabránila prehriatiu. V nasledujúcich dvoch rokoch sa úroková sadzba vyšplhala až ku 6 %. Problémy v ekonomike a neustupujúca recesia si však vyžiadali úpravy. Centrálna banka začala úrokovú sadzbu znižovať, aby podporila rast a zvýšila infláciu, ktorá sa prepadala do deflácie. Kapitálové trhy stagnovali aj napriek nastupujúcej bubline koncom deväťdesiatych rokov. V roku 1998 sa základná úroková sadzba začala merať na tisíciný a počas roku 1999 prvýkrát klesla na 0%.

Tabuľka 8: Vývoj základnej úrokovej sadzby v Japonsku od 1981 do 2013

rok	základná úroková sadzba v %	rok	základná úroková sadzba v %	rok	základná úroková sadzba v %
1981	6,50	1992	3,50	2003	0,00
1982	5,50	1993	2,13	2004	0,00
1983	5,00	1994	1,75	2005	0,00
1984	5,00	1995	0,75	2006	0,17
1985	5,00	1996	0,50	2007	0,48
1986	3,75	1997	0,50	2008	0,42
1987	2,50	1998	0,36	2009	0,11
1988	2,50	1999	0,06	2010	0,09
1989	3,75	2000	0,14	2011	0,08
1990	5,63	2001	0,07	2012	0,08
1991	5,00	2002	0,00	2013	0,08

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: tradingeconomics.com, www.boj.or.jp

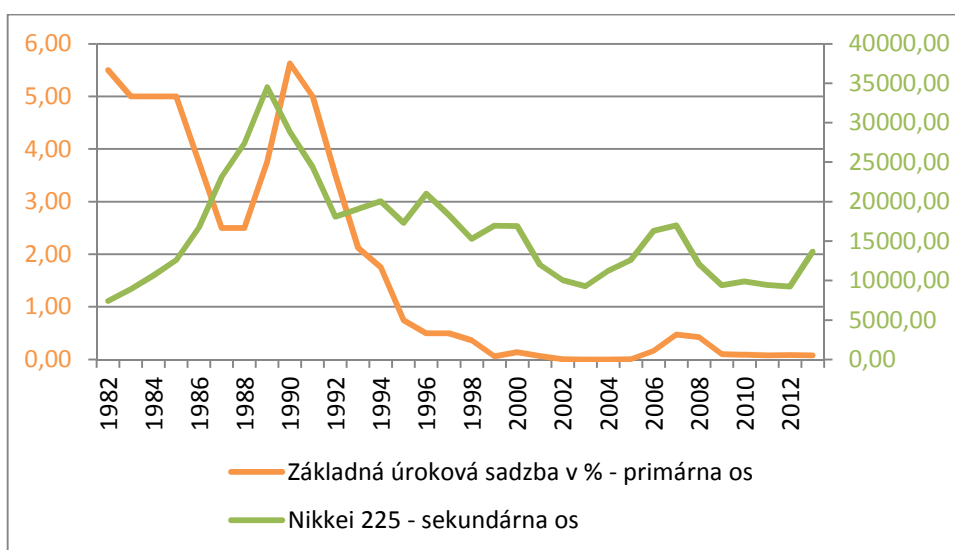
Hoci po roku 2000 sa úroková sadzba mierne zvýšila, v roku 2002 sa jej mesačné priemery pohybovali na úrovni jednej až dvoch tisícín percenta. Mierne zvýšenie nastalo pred vypuknutím globálnej krízy. Centrálna banka sa snažila trochu upokojiť situáciu, no dôsledky

⁴⁶Siegel, J. 2011: *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. GRADA Publishing. Praha. 2011. 295 s. ISBN 978-80-247-3860-4. S 202

krízy boli silnejšie a základná úroková sadzba v roku 2009 klesla opäť na minimá a v súčasnosti sa pohybuje v rozpätí 0 – 0,1%.

Vývoj základnej úrokovej sadzby v porovnaní s akciovým indexom Nikkei 225 nám ukazuje, že začiatkom 80. rokov 20. storočia bol pokles úrokovej sadzby sprevádzaný rastom akciového indexu, čo zodpovedá teóriám. Neefektívnosť investícií, podpora úverovania, najmä hypotekárneho a proexportná politika však tlačili ekonomiku do prehriatia, akciový index do bubliny a hrozila deflácia.

Graf 18: Vývoj základnej úrokovej sadzby a akciového indexu Nikkei 225 od 1982 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: tradingeconomics.com, www.boj.or.jp, finance.yahoo.com

Napriek zmenám v hospodárstve a výške úrokovej sadzby zníženej na 2,5 % sa nepodarilo ekonomiku stabilizovať a preto centrálna banka pristúpila k ich opätovnému zvyšovaniu. Na tento krok však akciové trhy zareagovali prepadosť indexu. Bublina praskla, ceny nehnuteľností sa prepadli a ťahali za sebou aj ceny spotrebných tovarov. Ekonomika, ktorá už tradične mala sklony k úsporám sa vďaka problémom so solventnosťou dlžníkov prejavila naplno a klesla domáca spotreba. Zastavili sa investície a inflácia začala rásť. Tieto paradoxy zrejme viedli centrálnu banku k záveru naďalej zvyšovať úrokovú sadzbu a zamerať sa na stabilizáciu inflácie. Na tento krok však index reagoval pokračovaním v poklese a ani následné zníženie úrokových sadzieb už tento pokles nezastavilo. Približne za dva roky klesajúceho trendu Nikkei 225 stratil polovicu svojej hodnoty a napriek pokračujúcemu poklesu úrokových sadzieb naďalej stagnoval. „Pokles akcií mal za následok oslabenie bánk, čo spôsobilo oslabenie ekonomického rastu, v dôsledku čoho poklesli zisky akciových

spoločností , čo pochopiteľne spôsobilo ďalší pokles kurzov akcií. A tak ďalej. Fiškálna ani monetárna politika vlády a Bank of Japan vôbec nepomáha, pretože makroekonómia nepozná účinné prostriedky, ako zastaviť klesajúcu špirálu.“⁴⁷

Po roku 1996 sa naplno začali prejavovať problémy v bankovom sektore, ktoré postupne stlačili základnú úrokovú sadzbu až k nule. Vďaka nedôvere investorov k finančnému sektoru a urýchleným reštrikciám zo strany vlády index zakolísal, opäť poklesol a v poklese nasledoval úrokovú sadzbu, čo bolo v rozpore s očakávaniami. V roku 2003 dosiahli akciové kurzy dno a pomaly začali zvyšovať svoju hodnotu. Rast indexu poukazoval na možnosť ukončenia recesie a centrálna banka v roku 2006 mierne zdvihla úrokovú sadzbu. Vo svete však prepukla globálna kríza a japonská ekonomika zameraná na export sa dostala do problémov. Index opäť klesol na nové minimum a centrálna banka znížila úrokovú sadzbu, ktorá sa v súčasnosti pohybuje v rozpätí 0 - 0,1 %. V roku 2011 sa na stagnácii akciového trhu podpísala aj prírodná katastrofa. Vlna tsunami zničila jadrovú elektráreň a záplavy donútili niektorých výrobcov zastaviť, alebo obmedziť výrobu. Akciový index Nikkei 225 si výraznejší rast pripísal až v roku 2013.

4.2.2.3 *Vplyv inflácie na znehodnotenie kurzov akcií*

Inflácia na kurzy akcií pôsobí nepriamo, ale súvisí s peňažnou ponukou a výškou úrokových sadzieb, ktoré sú dôležitými indikátormi pri skúmaní vývoja akciového trhu.

Japonsko, na rozdiel od ostatných vyspelých krajín, dlhodobo bojuje s nízkou infláciou a defláciou. „...deflácia – aktuálny pokles cenovej hladiny - je vážnym problémom iba v situácii nadmerného dlhu. Klesajúce ceny v tomto prípade zvyšujú dlhové bremeno. Ľudia prestávajú míňať peniaze, pretože očakávajú, že sa budúce ceny budú znižovať.“⁴⁸

Hoci v súčasnosti sa problém hrozby deflácie skloňuje takmer vo všetkých centrálnych bankách, nedá sa poprieť, že Centrálna banka Japonska má v tejto oblasti dlhodobé skúsenosti. Prvýkrát sa problémy s výškou inflácie objavili v 80. rokoch, keď po reformách začala inflácia klesať a zastavila sa tesne nad nulou. V tomto období Japonsko na nátlak zahraničných partnerov a najmä USA uvoľnilo dovozné kvóty a zrušilo niektoré clá, čím sa ekonomika viac otvorila importu a spolu s prebytkami platobnej bilancie vytvorila tlak na zhodnotenie japonskej meny, čím sa spustili pravdepodobne najvážnejšie problémy

⁴⁷ Kohout, P. 2010: *Finance po krízi*. Grada publishing. Praha. 2010. 266 s. ISBN 978-80-247-3583-2. S 167.

⁴⁸ Boeckh, J. A. 2012: *Velké oživení: Jak mohou investoři vydělat v novém světě peněz*. GRADA Publishing. Praha. 2012. 318 s. ISBN 978-80-247-4170-3. S 51

ekonomiky. Výrazné zhodnotenie jenu stlačilo infláciu až k nule a k jej zvýšeniu nepomáhala ani znižovanie úrokových sadzieb a zvyšovanie peňažnej ponuky. Nízke úroky prispeli k tomu, že banky ponúkali ešte viac úverov najmä malým firmám a spolu s expanzívnu fiškálnou politikou sa podarilo čiastočne stabilizovať ekonomiku krajiny, ktorá sa však následne začala prehrievať. Inflácia začala stúpať a zastavila sa v roku 1991 na hodnote 3,3 %. Ekonomika sa však už nachádzala v recesii. Klesala domáca spotreba, čo spôsobilo postupný pokles inflácie a prechod do deflácie v roku 1995. Od tohto roku sa už Japonsku nepodarilo infláciu stabilne zvýšiť a každé jej zvýšenie sprevádzal hlbší prepád. V roku 2002 deflácia dosiahla hodnotu -1,31 % a túto hodnotu prekonal rok 2009, kedy jej hodnota bola -1,35 %. Napriek snahám a pozitívnym prognózam sa japonskej ekonomike podarilo dosiahnuť miernu infláciu až v roku 2013 s predpokladom, že jej nárast bude pokračovať. V nasledujúcej tabuľke môžeme vidieť vývoj inflácie v Japonsku od 1982 po 2013.

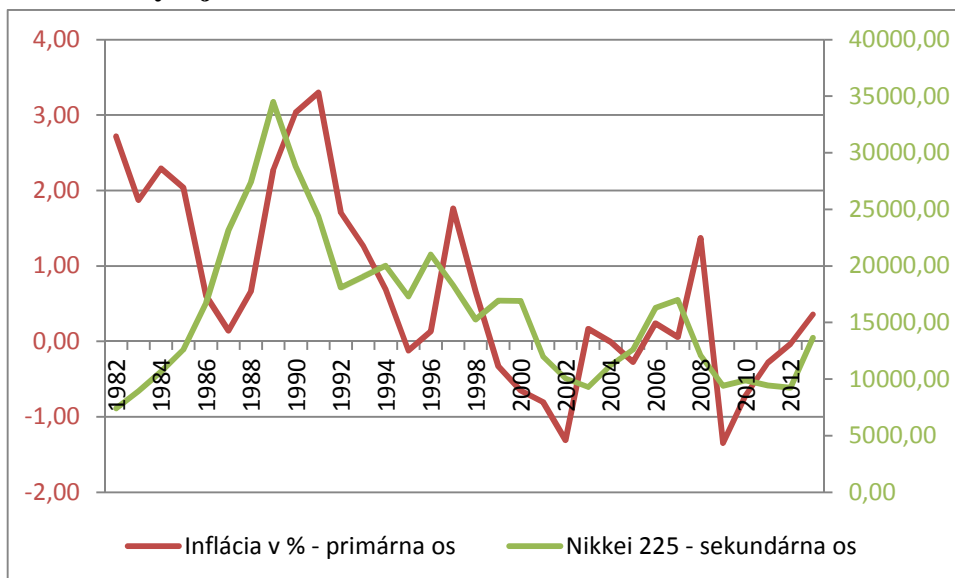
Tabuľka 9: Vývoj inflácie v Japonsku od 1981 do 2013

rok	priemerná inflácia v %	rok	priemerná inflácia v %	rok	priemerná inflácia v %
1981	4,93	1992	1,71	2003	0,17
1982	2,72	1993	1,27	2004	-0,01
1983	1,87	1994	0,69	2005	-0,27
1984	2,29	1995	-0,12	2006	0,24
1985	2,04	1996	0,13	2007	0,06
1986	0,60	1997	1,76	2008	1,37
1987	0,14	1998	0,66	2009	-1,35
1988	0,66	1999	-0,33	2010	-0,72
1989	2,28	2000	-0,65	2011	-0,28
1990	3,03	2001	-0,80	2012	-0,03
1991	3,30	2002	-1,31	2013	0,36

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org, tradingeconomics.com

Vývoj akciového indexu Nikkei 225 v porovnaní s vývojom inflácie nám ukazuje, že mierna inflácia sa skutočne zakomponuje do cien a výrazným spôsobom neovplyvňuje akciové kurzy. Pri deflácií však index stagnuje, prípadne stráca na hodnote. Môže to byť spôsobené očakávaniami investorov, ktorí vzhľadom na vyhliadky deflácie a znižovania cien čakajú s nákupom akcií. S rastom inflácie po období deflácie sa pohnú aj kurzy akcií smerom nahor.

Graf 19: Vývoj inflácie a akciového indexu Nikkei 225 od 1982 do 2013

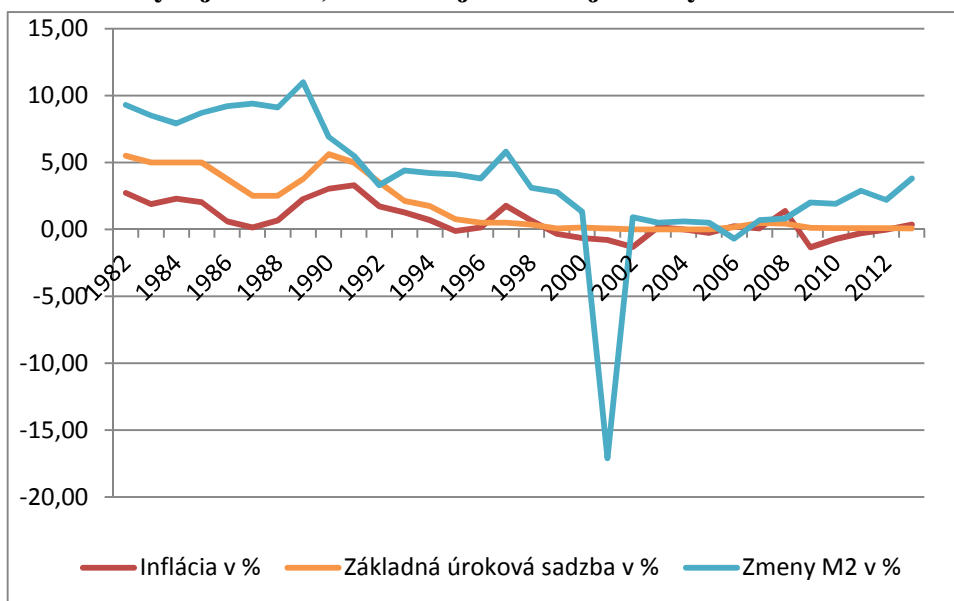


Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org; finance.yahoo.com

Ako sme už spomínali v predchádzajúcom texte, tento vývoj sa ukazuje v obdobiach, kedy má japonská ekonomika najväčšie problémy.

Keďže inflácia je v úzkom spojení s peňažnou zásobou a úrokovými sadzbami, je predpoklad, že pri zvyšovaní peňažnej zásoby a znižovaní úrokovej sadzby bude inflácia rásť. Ak sa však pozrieme na vývoj týchto troch agregátov v Japonsku je zřejmé, že ich správanie nekorešponduje s očakávaniami, respektíve s teóriou.

Graf 20: Vývoj inflácie, základnej úrokovej sadzby a M2 od roku 1982 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org; tradingeconomics.com; www.boj.or.jp

Počas sledovaného tridsaťročného obdobia môžeme pozorovať, že takmer celé obdobie sa inflácia vyvíja takmer rovnako ako úrokové sadzby, čiže pokles úrokovej sadzby sprevádza pokles inflácie a naopak. Výnimku z tohto neštandardného vývoja tvoria tri obdobia. A to v roku 1997, kedy pri nízkej úrokovej sadzbe a výraznejšom zvýšení peňažnej ponuky rastie aj inflácia, v roku 2001, kedy po prepade peňažnej ponuky a takmer nulovej úrokovej sadzbe nastáva deflácia. A nakoniec sú to roky 2008 –2009, kedy pri zvyšovaní peňažnej ponuky inflácia najskôr rastie, no následne sa prepadne do deflácie, pričom úrokové sadzby sú stále veľmi nízke. Tieto tri obdobia sú rokmi, ktoré boli v japonskej ekonomike charakterizované začiatkom kríz, alebo prvými dopadmi po prepuknutí kríz. Od roku 2010 mierny rast inflácie kopíruje rast peňažnej ponuky.

4.2.3 Fiškálne stimuly a ich účinok na akciový trh

4.2.3.1 Efektívnosť daňovej politiky

Japonsko je krajina, ktorá dlhodobo patrí k ekonomikám, ktoré majú napriek vyšším daniam pomerne nízke daňové zaťaženie. Platí to pre dane z príjmu fyzických aj právnických osôb a je to spôsobené úľavami a odpočítateľnými položkami. Špecifickosť Japonska sa prejavuje aj v daňovej politike. Jednotlivé sadzby nie sú dané jedným percentuálnym číslom, ale sú zložené z viacerých typov daní, ktoré subjekt zo zákona musí platiť. Daňový systém v Japonsku je rozdelený do štyroch základných skupín a to: dane z príjmu, dane z tovarových transferov, spotrebné dane a dane z majetku.

Daň z príjmu fyzických osôb je progresívnou daňou a je určená podľa výšky príjmu. Pohybuje sa od 5 do 40 %. Táto daň sa platí na centrálnej úrovni, ale aj ako daň v prefektúre a miestna daň, čím daňové zaťaženie narastá. Centrálna a miestna daň má základné odpočítateľné položky – na rezidenta, na manželku a na každé dieťa, ktoré znižujú základ dane. Daňová reforma v roku 2007 výraznejšie zvýšila daňové zaťaženie, keďže okrem zvýšenia dane v prefektúre o jeden percentuálny bod na 4%, vytvorila aj jednotnú miestnu daň vo výške 6 %. Dane z príjmov fyzických osôb tak patria medzi najvyššie na svete, pretože sa pohybujú až do výšky 50 %. Po započítaní sociálnych a zdravotných platieb pri najvyšších príjmoch dosahuje efektívne zdanenie fyzických osôb až 62%⁴⁹.

Daň z príjmu právnických osôb je určená jednotnou sadzbou, a to 25,5 %. Vláda počíta s jej znižovaním v nasledujúcich rokoch, aby podporila spoločnosti a hospodársky rast. Okrem tejto dane, ktorá je platená štátu sú spoločnosti povinné platiť aj dva druhy miestnych

⁴⁹ <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/japonsko-financi-a-danovy-sektor-18635.html#sec5>

daní – daň na obyvateľa a daň z podnikania. Daň z podnikania sa zároveň dá odpočítať z príjmov ako náklad. Malé a stredné podniky majú pri dodržaní podmienok určených zákonom zvýhodnenú daň z príjmu. Japonské spoločnosti však tradične túto zvýhodnenú daň málokedy využívajú. Ak firma platí vyššie dane, v japonskej spoločnosti to znamená, že je firma úspešná a preto je aj vhodným obchodným partnerom. Aj z tohto dôvodu sa snažia firmy vykazovať čo najvyšší zisk. Keďže japonská tradícia je založená na úcte k autoritám a k práci, Japonci sú veľmi pracovití. Záleží im na úspechu, vzdelaní a pracovná morálka je veľmi dobrá. Z uvedeného vyplýva, že Japonské firmy a aj občania majú výbornú daňovú morálku a vo výbere daní patrí Japonsko na najvyššie priečky v globálnom rebríčku.

V rámci daní z príjmov treba počítať aj s platbami na sociálne zabezpečenie, ktoré sa skladá zo zdravotného poistenia, dôchodkového poistenia a poistenia v nezamestnanosti. Zamestnanec platí 12 % a zamestnávateľ 12,9 %.

Ďalšou významnou daňou je spotrebná daň. Táto daň je podobná našej DPH. Spoločnosti sa musia k jej platbe registrovať a bola dlhodobo na stabilnej výške 5 %. Vláda však v rámci ostatnej daňovej reformy zvýšila spotrebnú daň od apríla 2014 na 8 % a v roku 2015 chce pokračovať až na 10 %. Ako kompenzáciu znížila iné spotrebné dane, ako napríklad daň z nákupu a prevádzky vozidla. Spotrebné dane sú vďaka rôznym úľavám nižšie ako v ostatných krajinách⁵⁰. Najvýznamnejšie sú daň z palív a daň z likérov, na miestnej úrovni je to daň z ropných produktov a daň z automobilu.

V rámci snahy o ozdravenie verejných financií a podpory ekonomiky je daňová reforma každý rok súčasťou politiky vlády. V posledných rokoch sú daňové reformy zamerané najmä na podporu ekonomiky a vláda ich väčšinou zameriava na daňové úľavy, výnimky a zvýhodnenia investícií občanov aj spoločností.

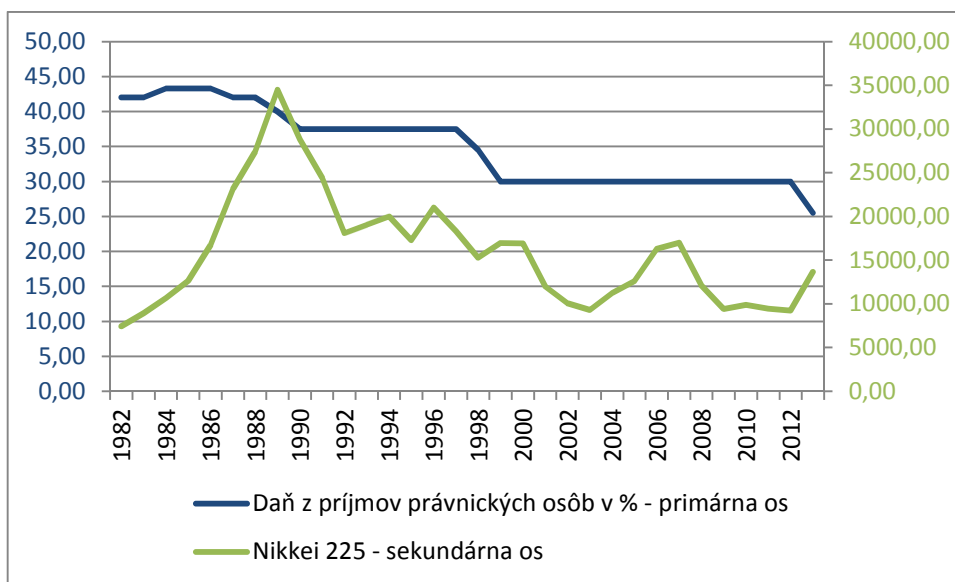
Vývoj dane z príjmov právnických osôb naznačuje, že od osemdesiatych rokov 20. storočia, kedy sa v ekonomike prejavili prvé problémy, sa vláda snažila dane znižovať, aby podporila ekonomický rast.

Ak hovoríme o reformách v daňovom systéme Japonska, je dôležité zopakovať, že daňové reformy sú v rámci efektívneho zdaňovania súčasťou politiky vlády a sú predstavované a zverejňované každý rok. Preto si spomenieme iba významnejšie reformy, ktoré upravili výšku dane z príjmov právnických osôb.

⁵⁰ <http://www.czechtrade.cz/sluzby-2014/informacni-servis/novinky/japonsko-zvyseni-japonske-spotrební-dane-ze-27062/>

Prvá výraznejšia reforma daňového systému prišla v roku 1988, kedy vláda vytvorila spotrebnú daň vo výške 5 % a výraznejšie znížila daň z príjmov právnických osôb. Ďalšia väčšia reforma prišla v roku 1996, kedy sa množstvo rôznych drobných daní zrušilo a zjednodušilo sa určovanie jednotlivých daní a daňové priznania. Súčasťou tejto reformy bolo aj zníženie dane z príjmov, ktorá v roku 2000 dosiahla hodnotu 30 %. Tento krok mal podporiť ekonomiku krajiny v období, keď mal finančný sektor vážne problémy a strácal dôveru. Posledné väčšie zmeny v daňovom sektore prišli v roku 2011, kedy po prírodnej katastrofe vláda okrem iného zaviedla špeciálnu daň pre korporácie, ktorá bola určená na obnovenie zničených oblastí. Zavedenie tejto dane však sprevádzali úľavy a v roku 2013 nasledovalo aj zníženie dane z príjmov.

Graf 21: Vývoj základnej dane z príjmov právnických osôb a akciového indexu Nikkei 225 od 1982 do 2013



Zdroj: Spracované podľa: www.oecd.org; finance.yahoo.com

Ak sa v tejto súvislosti pozrieme na vývoj akciového indexu, môžeme konštatovať, že úpravy dane z príjmov právnických osôb nemajú počas sledovaného obdobia takmer žiadny dopad na akciový trh. Tento stav je pravdepodobne spôsobený nepriaznivým vývojom ekonomiky, ktorý neudáva pozitívny trend a krajina je dlhodobo v recesii. Ďalším dôvodom môže byť mentalita obyvateľov, ktorí sú hrdí na svoju odlišnosť, vážia si authority, sú pracovití a platiť dane je pre nich otázkou cti a dôkazom úspechu a sily spoločnosti. Preto výška dane v tomto ponímaní nie je dôležitým faktorom, ktorý by nejakým spôsobom ovplyvnil ich konanie. Pozitívny rast zaznamenávame až v roku 2013, kedy nasleduje ďalšie zníženie dane. V tomto prípade však hovoríme o roku, kedy sa Japonsku podarilo zvýšiť hospodársky rast a aj infláciu, v čom v roku 2014 pokračuje a japonská vláda hovorí o ukončení recesie.

4.2.3.2 *Stimulačné efekty pomocou vládnych výdavkov*

Zvyšovanie vládnych výdavkov je považované za fiškálny stimul a vláda sa snaží aj takýmto spôsobom podporiť ekonomiku krajiny. Ak sa pozrieme na vývoj vládnych výdavkov v Japonsku počas sledovaného obdobia vidíme, že vládne výdavky sa až do roku 1999 pohybovali na úrovni 30 až 35 % HDP. Pod 30 % klesli iba v roku 1989, kedy praskla cenová bublina a krajina upadla do recesie. Ekonomika bola zaťažená úvermi, ktoré dlžníci nedokázali splácať a vláda sa snažila znižovať výdavky, aby podobne ako centrálna banka zabránila prehriatiu ekonomiky. Keďže index sa prepadol na polovicu svojej hodnoty a recesii sa už nedalo zabrániť, vláda sa rozhodla ísť cestou expanzívnej fiškálnej politiky. Od tohto momentu sa percento vládnych výdavkov zvyšovalo. Mierny pokles nastal v roku 1996, kedy nová vláda predčasne prešla na reštriktívnu politiku, čo spôsobilo ekonomike krajiny ešte väčší prepád. Na túto reštrikciu a nepriaznivý vývoj v ekonomike zareagoval aj akciový index, ktorý dosiahol nové dno. Napriek opätovnej zmene politiky a zvýšeniu výdavkov sa index už na pôvodnú hodnotu z roku 1996 doteraz nevrátil. Ďalší výraznejší pokles vládnych výdavkov nastal v roku 2004, kedy klesli na približne na 33 % HDP. Akciový index rástol a na trhu sa začala vytvárať bublina. Po prepuknutí finančnej krízy vláda zvýšila výdavky postupne na 39 % HDP a po prírodnej katastrofe v roku 2011 ich výška prekročila 40 % HDP,

Tabuľka 10: Vývoj vládnych výdavkov v % HDP od 1981 do 2013

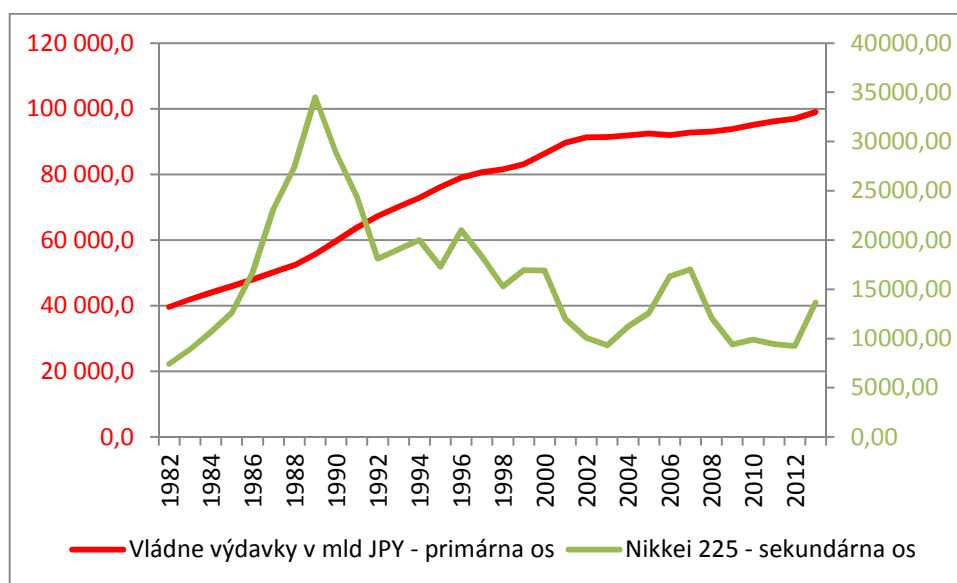
rok	vládne výdavky % HDP	rok	vládne výdavky % HDP	rok	vládne výdavky % HDP
1981	32,75	1992	30,93	2003	36,21
1982	32,90	1993	32,70	2004	33,85
1983	33,15	1994	33,31	2005	34,11
1984	32,34	1995	34,25	2006	34,49
1985	31,27	1996	34,90	2007	33,31
1986	31,27	1997	33,91	2008	35,73
1987	31,52	1998	35,03	2009	39,98
1988	30,68	1999	36,74	2010	39,00
1989	29,86	2000	37,27	2011	40,35
1990	30,23	2001	36,37	2012	41,12
1991	30,03	2002	36,62	2013	40,56

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.imf.org

Neustálym zvyšovaním vládnych výdavkov sa Japonská vláda snaží obnoviť hospodársky rast, podporiť kapitálové trhy a dostať krajinu z recesie. Ako však môžeme vidieť, napriek týmto krokom sa stále nedarí povzbudiť akciový trh.

Do roku 1989 bol rast vládnych výdavkov pomerne stabilný a vzhľadom na rast akciového indexu a hospodárstva si ekonomika nevyžadovala ich navyšovanie. V roku 1986 už bolo jasné, že sa ekonomika krajiny začína prehrievať a v tomto smere urobila vláda prvý krok pripravením daňovej reformy a miernym znížením výdavkov. Spolu so znižovaním úrokovej sadzby centrálnou bankou sa snažili zabrániť kolapsu. Napriek tomu o tri roky bublina na akciovom trhu praskla a krajina sa dostala do recesie. Keďže sa centrálna banka zamerala na stabilitu ceny, japonská vláda začala výraznejšie zvyšovať vládne výdavky a postupne pokračovala v znižovaní daní. Pád indexu to však nezmiernilo a jeho hodnota klesala až do roku 1992, kedy začal stagnovať, preto vláda naďalej udržiavala expanzívnu politiku. Po voľbách však nová vláda predčasným nástupom k reštrikciám nepomohla vývoju na kapitálových trhoch. Na zníženie výdavkov akciový index zareagoval ďalším pádom a ani následný návrat k expanzívnej politike už nepomohol. Po krátkej stagnácii a zvýšení jeho hodnoty, ktorá bola zrejme spôsobená akciovou bublinou, sa naďalej prepadal.

Graf 22: Vývoj vládnych výdavkov v mld JPY a akciového indexu Nikkei 225 od 1982 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org; finance.yahoo.com

Keďže kapitálový trh na zvyšovanie vládnych výdavkov nereagoval, vláda tento stimulačný prostriedok zrejme prestala používať. Od tohto obdobia sa výdavky zvyšovali len veľmi mierne. Akciový index Nikkei 225 zaznamenal rast od roku 2003, hoci vládne výdavky boli takmer na rovnakej úrovni. Po roku 2006 sa jeho rast zrýchlil, čo bolo predzvesťou vzniku ďalšej akciovej bubliny. Tá predznamenala finančnú krízu a následný pokles kurzov akcií. Zmena nastala až v roku 2012, kedy s rastom vládnych výdavkov rastie aj Nikkei.

Pri pohľade na vývoj akciového indexu a vládnych výdavkov môžeme konštatovať, že ich zvyšovanie nevedie k pozitívnemu trendu na akciovom trhu, ale k negatívnemu. Nie je jednoduché definovať, prečo sú kurzy akcií takpovediac imúnne na tento stimul. Avšak nemôžeme opomenúť situáciu v Japonsku, ktoré bojuje s recesiou a jeho extrémnu zadlženosť, ktorá sa v súčasnosti pohybuje na úrovni okolo 240 % HDP. A v neposlednom rade aj vytlačací efekt, keďže je veľmi ťažké zistiť, či vládne výdavky neboli smerované najmä do štátnych spoločností. „Vytlačací efekt svedčí o tom, aký dopad majú fiškálne deficity na ekonomiku, finančný systém, úrokové sadzby a infláciu.“⁵¹ V takomto prípade by negatívny trend akciového indexu Nikkei 225 nebol taký prekvapivý.

4.3 Makroekonomická politika a akciový trh vo Veľkej Británii

Európa dnes predstavuje dynamicky sa rozvíjajúci celok s určitými špecifikami, ktoré súvisia s integračnými procesmi. Príkladom tohto vývoja je Európska únia.

V rámci Európskej únie funguje už v súčasnosti menová únia, tzv. Eurozóna, ktorá však ešte nepokrýva všetky štáty Európskej únie. Sú tu krajiny s rozdielnou úrovňou hospodárstva, ale i rozdielnou úrovňou kapitálových trhov, osobitne akciových trhov. Z tohto dôvodu sme sa rozhodli sústrediť pozornosť na lídrov a to na Veľkú Britániu a Eurozónu, kde vedúce postavenie má Nemecko.

Veľká Británia je jednou z najvyspelejších krajín Európy. Jej oficiálny názov je Spojené kráľovstvo Veľkej Británie a Severného Írska. Veľká Británia zahŕňa Anglicko, Škótsko a Wales a ku Spojenému kráľovstvu patrí aj šesť priľahlých ostrovov.

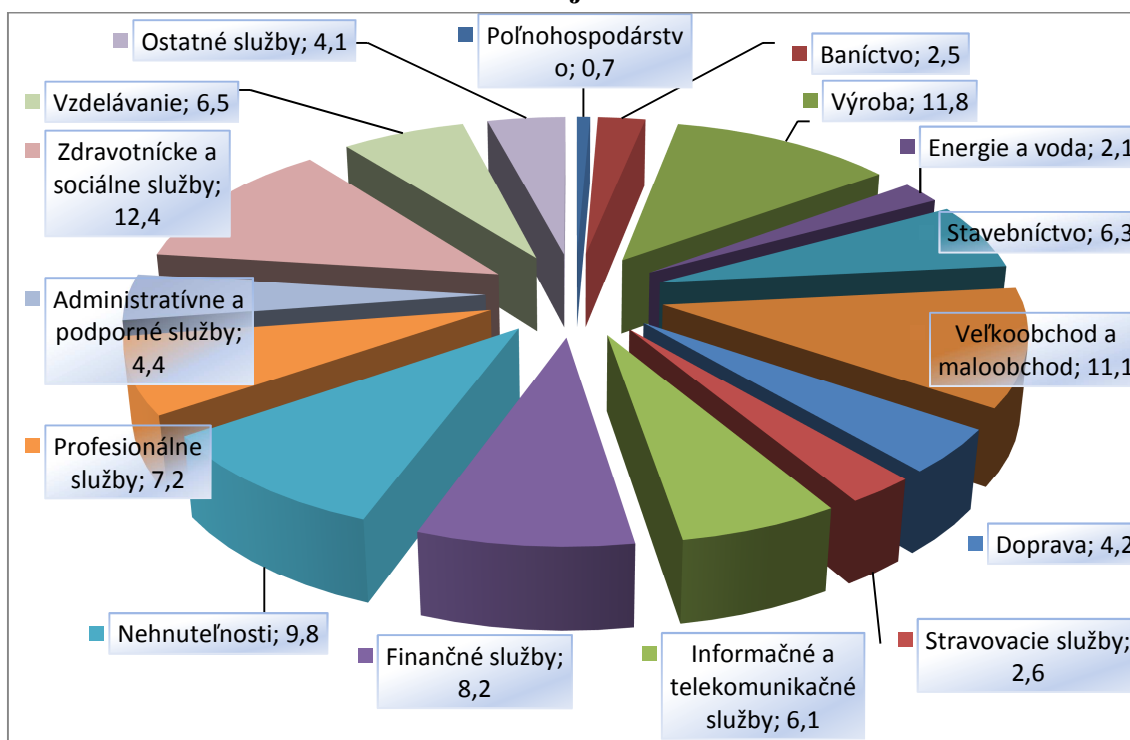
Veľká Británia patrí medzi krajiny, ktoré majú bohatú históriu v súvislosti s prosperitou krajiny a vývojom ekonomiky. Podobne ako USA, aj Veľká Británia bola zapojená do druhej svetovej vojny, hoci nie v takom meradle ako iné európske krajiny. Po druhej svetovej vojne až do 60-tych rokov 20. storočia bola krajina ekonomickým a politickým lídrom Európy. Po tomto období sa však prejavili problémy, zvyšovala sa inflácia a rástla nezamestnanosť. Veľká Británia stratila svoje prvenstvo v Európe a okolité krajiny ju začali predbiehať v raste HDP. Napriek politickej snahe zlepšiť situáciu, ekonomika krajiny stále bojuje s nezamestnanosťou a infláciou a jej vývoj sa v mnohom podobá vývoju USA.

⁵¹ Boeckh, J. A. 2012: *Velké oživení: Jak mohou investoři vydělat v novém světě peněz*. GRADA Publishing. Praha. 2012. 318 s. ISBN 978-80-247-4170-3. S 105

4.3.1 Vplyv HDP na akciový trh

Veľká Británia bola dlho považovaná za ekonomickú veľmoc Európy a napriek tomu, že v posledných rokoch z tejto pozície ustupuje, Londýn je neustále považovaný za finančné centrum sveta. Vzhľadom na to, že britská vláda považuje za svoj najdôležitejší vývozný artikel finančné služby, pokladá za dôležitú diskusiu o zmenách na finančných trhoch a nesúhlasí s modelom centralistickej regulácie. Vláda pokladá za neprijateľné hlavne tie právomoci agentúr Európskej únie, ktoré by mohli mať dopad na fiškálnu politiku jednotlivých členských štátov. Nesúhlasí napríklad s právnou vynútiteľnosťou opatrení, ktoré budú mať vplyv na príjmy do štátnej pokladnice, prípadne môžu ohroziť konkurencieschopnosť sprostredkovateľov krajiny na finančnom trhu v medzinárodnom meradle.

Graf 23: Štruktúra HDP vo Veľkej Británii v %



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.ons.gov.uk

Podobne ako v ostatných vyspelých krajinách, aj vo Veľkej Británii majú najvyšší podiel na tvorbe HDP služby, ktoré tvoria 78,8 % hrubého domáceho produktu. Priemysel tvorí približne 20,5 % HDP a necelé percento (0,7%) tvorí poľnohospodárstvo. Krajina je zameraná na export a veľkú pozornosť venuje vedecko – výskumnej oblasti, ktorú podporuje aj svojim školstvom na prestížnych univerzitách v Oxforde a Cambridge. To pomáha krajine zavádzať inovácie najmä vo výrobe, ale aj v službách a tak podporovať ich dynamický rozvoj a vývoz.

Služby zamestnávajú viac ako 80 % pracovnej sily v krajine a medzi najvýznamnejšie patria obchodné a finančné služby, cestovný ruch a maloobchodný sektor. Obchodné služby zahŕňajú najmä marketing, účtovníctvo, reklamu, právne služby, poradenské služby a iné. Majú najvyšší podiel na tvorbe HDP, približne 26 %. Finančné služby patria medzi najvýznamnejšie, hoci ich podiel na tvorbe domáceho produktu je menší ako u obchodných služieb. Do finančných služieb patrí poisťovníctvo, bankovníctvo, obchod s derivátmi a cennými papiermi a správa investičných fondov. Veľká Británia je z pohľadu investora veľmi zaujímavá, pretože disponuje vysoko kvalifikovanou pracovnou silou v tejto oblasti. Má priaznivý právny systém a reguláciu. Pre krajinu je veľmi výhodné aj to, že angličtina je štátnym jazykom, čo investorom uľahčuje komunikáciu. Výhodná je aj poloha krajiny a jej časové pásmo medzi Áziou a Amerikou.

Londýn je svetovým centrom finančných služieb, a to aj napriek tomu, že Británia už nemá postavenie ekonomickej veľmoci. V oblasti bankovníctva si však aj napriek kríze udržala prvenstvo a v rámci Európskej únie je na treťom mieste, čo sa týka podielu služieb na tvorbe HDP. V celosvetovom meradle ostáva Londýn na prvom mieste v obchodovaní s medzinárodnými dlhopismi, v mimoburzovom obchodovaní s derivátmi, so zahraničnými akciami a cudzími menami, v medzinárodnom úverovaní medzi bankami a v námornom poisťovaní. Nie je preto prekvapením, že v Londýne pôsobí najviac zahraničných bánk na svete a všetky najväčšie poisťovne a zaistovne, a hlavné mesto je zároveň aj hlavným európskym centrom hedge fondov. Podobne aj Škótsko je významným európskym centrom bankovníctva, poisťovníctva a investičných fondov.

London Stock Exchange je najväčšou burzou na svete v počte kótovaných zahraničných spoločností a zároveň je treťou najväčšou burzou v Európe vzhľadom na trhovú kapitalizáciu. Podobne aj London Metal Exchange je najväčšou svetovou burzou v obchodovaní s neželeznými kovmi a významným je aj obchodovanie s poľnohospodárskymi komoditami a ropou. V maloobchodnom sektore majú významné postavenie veľké obchodné reťazce, ako sú napríklad Tesco, Aldi, Lidl, Marks & Spencer a iné, ktoré tvoria najväčšie percento v oblasti týchto služieb. Významným je aj cestovný ruch. Pre turistov je lákavou hlavne história krajiny, architektúra a pamiatky.

Druhou významnou zložkou pri tvorbe HDP je priemysel, no jeho podiel sa v posledných rokoch neustále znižuje v prospech služieb. Túto skutočnosť najlepšie dokazuje rušenie pracovných miest v tomto sektore. Najväčším výrobným priemyslom je potravinársky priemysel, ktorého významnú zložku tvoria drobní výrobcovia. Potravinárstvo

je dôležitou súčasťou exportu. Najväčšiu položku vývozu tvorí alkohol, najmä whiskey, potraviny, obilniny, mäso a ryby a stále sa zvyšujúci dopyt po biopotravinách. Farmaceutický a biotechnologický priemysel sú ďalšími dôležitými zložkami priemyslu. Farmaceutický sektor vytvára veľké investície, ktoré sa odrážajú v počte vyvinutých liekov. Vývoj biotechnológií je podporovaný aj školstvom. Existuje tu silná vedecká základňa a právny systém podporuje ochranu duševného vlastníctva. Automobilový priemysel zaznamenal po prepuknutí krízy pokles, no stále tvorí významné percento exportu. Je dôležité poznamenať, že za jeho podporou stojí aj fakt, že v Británii má svoje sídlo aj niekoľko tímov F1, čo znamená aj vysoké investície do vedy a výskumu. Významnou zložkou priemyslu je letecký priemysel, ktorý je jedným z dôležitých exportných sektorov Veľkej Británie a je najväčší v Európe. Je na druhom mieste v oblasti investícií do výskumu, a to po farmaceutickom priemysle. Zameriava sa hlavne na výrobu stíhačiek, prieskumných lietadiel a motorov pre civilné ale aj vojenské lietadlá. V rámci priemyslu je významnou zložkou aj ťažba surovín. Zameriava sa najmä na ťažbu ropy, uhlia a zemného plynu.

Hoci podiel poľnohospodárstva sa na tvorbe HDP neustále znižuje, Británia zaznamenáva rast dopytu po biopotravinách a zaoberá sa najmä pestovaním pšenice a jačmeňa, repky olejnej, cukrovej repy a zemiakov. Významnú časť produkcie tvorí ovocie a zelenina. Zo živočíšnej výroby je dominantný chov oviec, hovädzieho dobytku, hydiny a ošípaných.

Veľká Británia samostatne uvádza stavebníctvo, ktoré zaznamenalo rast v posledných rokoch a to najmä v súvislosti s olympijskými hrami v roku 2012. Vzhľadom na mnohé rozbehnuté projekty súvisiace s infraštruktúrou a dopravou si stavebníctvo zachovalo rast aj napriek prepuknutiu krízy a tvorí významnú súčasť HDP. Aby vláda zachovala tento trend, rozhodla sa po ukončení niektorých súčasných projektov zamerať na výstavbu sociálnych bytov a dostavbu infraštruktúry.

Po ropných šokoch a páde Brettonwoodskeho systému v sedemdesiatych rokoch sa krajina dostala do recesie. Ekonomika bola zadĺžená, rástla inflácia a nezamestnanosť. Koncom sedemdesiatych rokov sa po voľbách zmenila politická situácia. Konzervatívna vláda Margaret Thatcherovej začala robiť zmeny v ekonomike, ktoré neboli veľmi populárne. Bolo však potrebné znížiť deficit a narastajúci štátny dlh. Vláda zvýšila dane a úrokovú sadzbu a začala privatizovať štátne spoločnosti v oblasti priemyslu a služieb, ktoré boli zoštátnované od štyridsiatych rokov 20. storočia. Tieto kroky sa síce prejavili miernym rastom HDP, bolo to však klamlivé a iba slabé oživenie, pretože krajina bola na pokraji recesie. Devalvácia

dolára začiatkom osemdesiatych rokov výrazne otvorenej ekonomike Veľkej Británii nepomohla. Znevýhodnila jej obchodnú politiku a spomalila export, čo znamenalo pretrvávajúcu recesiu. Na rozdiel od USA, sa konzervatívne európske krajiny, samozrejme spolu s Britániou, snažili udržiavať stabilitu meny, čo sa prejavovalo v zahraničnom obchode.

Zo záporných ročných prírastkov HDP sa koncom sedemdesiatych rokov krajina pomerne rýchlo spamätala najmä vďaka nepopulárnym opatreniam novej konzervatívnej vlády. Hrubý domáci produkt poklesol v roku 1982, kedy ekonomika zareagovala na recesiu USA, svojho najväčšieho obchodného partnera a devalváciu dolára. Zvyšovala sa nezamestnanosť a klesala priemyselná výroba a krajinu vyčerpala aj vojna o Falklandy v roku 1983, hoci bola úspešná. Trvalo dva roky, kým krajina stabilizovala menu a postupne začala zvyšovať výrobu a export. Neustály boj o stabilitu meny a ekonomiky sa však prejavil koncom osemdesiatych rokov, kedy v Európe začal silnieť tlak v socialistických krajinách na zmenu politického smerovania. V samotnej Británii sa schýľovalo k politickej roztržke, kedy vláda nebola jednohlasná v otázke vstupu krajiny do ERM⁵². Investori nemali veľký záujem investovať v krajine, ktorej mena bola nestabilná a hrozili straty po zohľadnení kurzového rizika. Zároveň sa obávali politického konfliktu, kedy nebolo jasné, ako sa bude situácia vyvíjať. Začal sa oslabovať sektor služieb a priemyslu a klesali ich tržby, čo sa prejavilo aj v medziročnom raste, kedy sa po desiatich rokoch opäť dostal do záporných čísel. Pád železnej opony a zjednotením Nemecka sa prehĺbila recesia v Európe. V krajine sa opäť oslabil export a prepád zažívajú aj finančné služby, najväčší vývozný artikel Veľkej Británie. V roku 1990 M. Thacherová neochotne ustupuje zo svojho presvedčenia nevstupovať do ERM, avšak stále ostáva zástankyňou vlastnej meny. Po výmene ministra financií a menovaní nového ministra J. Majora politický boj pokračoval a táto neistota spôsobila pokles HDP. Koncom roka Británia vstúpila do ERM, uvoľnila kurz a zamerala sa na reguláciu inflácie. Následne M. Thacherová rezignovala po 11 rokoch vo funkcii predsedu vlády. Napriek tomu, že vstup do ERM nebol považovaný v tomto období za vhodné riešenie, politická situácia sa upokojila. Obavy z vysokej inflácie a prudkého zvyšovania úrokových sadzieb sa napriek problémom nepotvrdili.

Po roku 1992 sa začala ekonomika spamätávať. HDP začalo rásť a s drobnými výkyvmi bol ročný prírastok domáceho produktu kladný, až do prepuknutia finančnej krízy v roku 2007. Bolo to najdlhšie obdobie hospodárskeho rastu Veľkej Británie za posledných približne 150 rokov.

⁵² Európsky mechanizmus výmenných kurzov

Tabuľka 11: Vývoj HDP vo Veľkej Británii od 1981 do 2013

rok	HDP % zmeny	rok	HDP % zmeny	rok	HDP % zmeny
1981	-1,32	1992	1,29	2003	3,95
1982	2,09	1993	3,49	2004	3,17
1983	3,62	1994	4,95	2005	3,23
1984	2,67	1995	3,53	2006	2,76
1985	3,60	1996	3,49	2007	3,43
1986	4,01	1997	4,35	2008	-0,77
1987	4,56	1998	3,57	2009	-5,17
1988	5,03	1999	2,94	2010	1,66
1989	2,28	2000	4,36	2011	1,12
1990	0,78	2001	2,18	2012	0,28
1991	-1,29	2002	2,30	2013	1,74

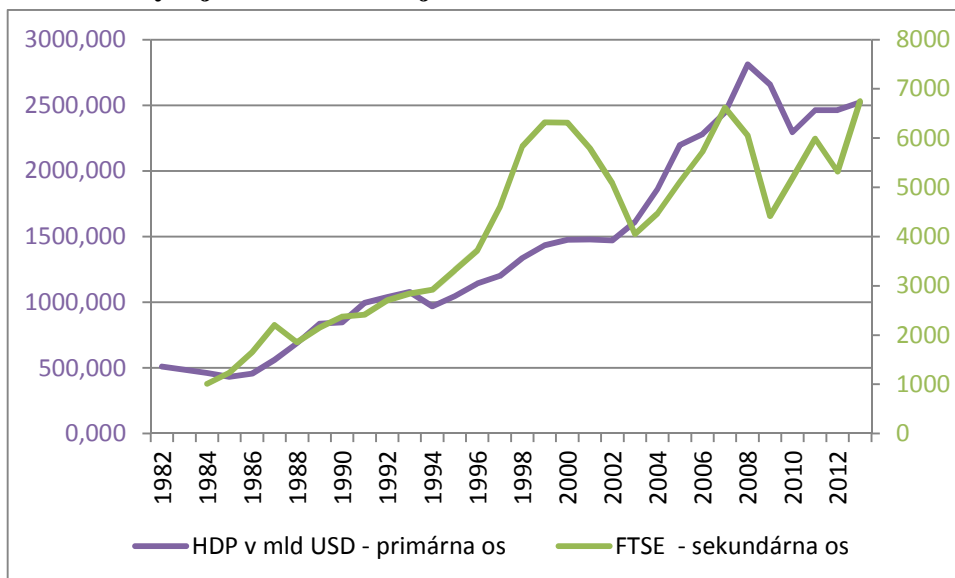
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org

Deväťdesiate roky znamenali pre krajinu rozvoj služieb, najmä finančné služby zaznamenali výrazný rast, čo sa prejavilo aj v raste HDP. Rozmach IT technológií a internetu udržoval pomerne stabilný rast produktu napriek tomu, že priemysel pomaly ustupoval zo svojej pozície v prospech stále sa rozvíjajúcich služieb a tento trend pokračuje dodnes. Väčší výkyv zaznamenal v roku 2000, kedy skrachovanie viacerých spoločností a prasknutie akciovej bubliny spôsobilo aj oslabenie hospodárskeho rastu. Po upokojení situácie od roku 2002 HDP začal rásť a jeho rast nasledoval aj akciový index. V roku 2007 však prepukla finančná kríza a takmer hneď zasiahla aj Veľkú Britániu, ktorej najväčším obchodným partnerom je práve USA. A práve finančný sektor, na ktorý je Británia hrdá, zaznamenal najväčšie problémy a straty. Vzhľadom na podiel tohto sektora na tvorbe HDP sa ročný prírastok produktu prepadol do záporných čísiel. A hoci sa v priebehu dvoch rokov spamätal, naďalej sa nachádza v recesii a len pomaly sa zvyšuje.

Ak sa pozrieme na vývoj HDP v porovnaní s akciovým indexom FTSE 100, môžeme konštatovať, že s rastom HDP rastie aj index. Na nasledujúcom grafe môžeme pozorovať vývoj hrubého domáceho produktu a indexu od roku 1982.

Ako môžeme pozorovať, po stabilizácii meny novovytvorený index začal rásť a nasledoval tak rast hrubého domáceho produktu. Po jeho vzniku bolo očakávanie investorov vysoké, čo pôsobilo aj na rast indexu, napriek tomu výrazne nepredbiehal rast HDP.

Graf 24: Vývoj HDP vo Veľkej Británii a indexu FTSE 100 od 1982 do 2013



Zdroj: vlastné spracovanie podľa: www.tradingeconomic.com; data.worldbank.org; finance.yahoo.com

Významný rast index zaznamenal v polovici deväťdesiatych rokov, kedy záujem investorov o IT technológie zvýšil ceny akcií týchto spoločností a vytvoril na akciovom trhu bublinu. Index FTSE začal prudko rásť a po roku 2000, po prasknutí bubliny sa prepadol takmer na hodnotu z roku 1996 a jeho pád bol sprevádzaný aj recesiou v ekonomike. Po roku 2002 sa akciový trh krajiny začína opäť zobúdzat' a jeho rast je sprevádzaný aj prudkým rastom HDP. Koncom roku 2006 však index začína padať a to s predstihom približne jedného roka pred znížením HDP a koncom roka 2007, po prepuknutí krízy sa jeho hodnota prudko prepadla. Nasledoval ho prepad HDP, čo predznamenovalo recesiou v ekonomike. Keďže finančný sektor je vo Veľkej Británii dominantný, kríza, ktorá postupne postihla práve túto oblasť, zasiahla celé hospodárstvo krajiny. Veľká Británia po roku 2009 čiastočne naštartovala svoju ekonomiku, ešte však nedosiahla ekonomický rast spred roku 2007. Akciový index však zaznamenal rýchlejší rast a následne opäť padal, čo signalizuje vyšší počet špekulatívnych obchodov a prejavuje sa volatilitou a opačným vývojom k vývoju HDP, a to z krátkodobého hľadiska.

V tomto prípade však môžeme jednoznačne povedať, že akciový index FTSE 100 sa vyvíja z dlhodobého hľadiska podobne ako HDP krajiny. Z krátkodobého hľadiska jeho zmeny predchádzajú zmenám v ekonomike, čo zodpovedá teóriám o súvislosti medzi vývojom HDP a akciovým indexom. V krízových rokoch sa však index vyvíja veľmi volatílny, v niektorých prípadoch je dokonca jeho vývoj opačný ako vývoj HDP a to najmä z krátkodobého hľadiska.

4.3.2 Dopad monetárnej politiky na akciové kurzy

4.3.2.1 Vplyv ponuky peňazí na investície do akcií

Keďže je peňažná ponuka chápaná ako najvýznamnejšia veličina v rámci fundamentálnej analýzy, ktorá z dlhodobého hľadiska najviac vplyva na dianie na akciových trhoch, aj centrálna banka Veľkej Británie sa snaží množstvom peňažnej ponuky regulovať dianie v ekonomike krajiny. Veľká Británia je z pohľadu investorov chápaná ako vyspelá, stabilná ekonomika a preto je aj napriek súčasným problémom vyhľadávaná ako vhodná krajina pre umiestnenie investície, hoci v posledných desaťročiach má za sebou aj problematické obdobia.

Na rozdiel od USA, ktoré v osemdesiatych rokoch 20. storočia nastúpili cestu rastu ekonomiky, pre Veľkú Britániu boli tieto roky plné reforiem, politických nezhôd a problémov v menovej politike a aj v rozvoji krajiny. Po ťažkých sedemdesiatych rokoch a rozpačitom začiatku nasledujúceho desaťročia sa znížili aj prírastky peňažnej zásoby. Centrálna banka však potrebovala podporiť ekonomiku a keďže recesia neustupovala, rozhodla sa pre uvoľnenie monetárnej politiky. Už v roku 1986 zvýšila peňažnú zásobu medziročne o viac ako 20 % a o rok neskôr, v roku 1987 o takmer 90 %. Čiastočne to bola reakcia na situáciu vo vnútri krajiny – stagnujúce hospodárstvo, vysoká nezamestnanosť blížiac sa voľby a politická rozpoltenosť krajiny. Čiastočne tak reagovala na prehlbujúcu sa recesiю v Európe, ktorá by pre oslabenú otvorenú ekonomiku, akou Británia bola, znamenala prepád do ešte hlbších problémov. Uvoľnenie kurzu britskej meny a prechod na inflačné cielenie v roku 1990 bolo zmenou, na ktorú slabá ekonomika zareagovala nie veľmi pozitívne. A spolu so zmenou lídrov krajiny sa negatívne vyhliadky naplnili už o rok. Poklesol domáci dopyt, znížila sa spotreba a peňažná zásoba zaznamenala medziročné zníženie takmer o 30%. Následné zníženie úrokových sadzieb pomohlo stabilizovať situáciu a od roku 1993 sú zmeny peňažnej zásoby kladné. Vyššie prírastky môžeme pozorovať počas vzniku bublín na kapitálových trhoch, kedy investori s vidinou vyššieho zisku viac riskujú a zvyšujú svoje investície. Na grafe to môžeme pozorovať v druhej polovici deväťdesiatych rokov, alebo pred vypuknutím ostatnej krízy. Zaujímavá je však situácia z roku 1999, kedy vzhľadom na očakávanie problémov na trhoch sa zvýšenie peňažnej ponuky pohybovalo medziročne len do výšky 5 %, pričom rok predtým to bolo takmer 21 %.

Tabuľka 12: Vývoj M2 vo Veľkej Británii od 1981 do 2013

rok	M2 % zmeny	rok	M2 % zmeny	rok	M2 % zmeny
1981	25,2	1992	-28,6	2003	9,8
1982	13,7	1993	4,7	2004	9,8
1983	10,3	1994	7,7	2005	13,8
1984	11,5	1995	20,3	2006	14,1
1985	11,2	1996	14,5	2007	15,8
1986	22,6	1997	25,5	2008	17,8
1987	89,3	1998	20,8	2009	-0,1
1988	16,7	1999	4,4	2010	4,0
1989	20,1	2000	11,1	2011	-4,4
1990	10,5	2001	8,8	2012	0,8
1991	1,7	2002	5,0	2013	2,1

Zdroj: vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org

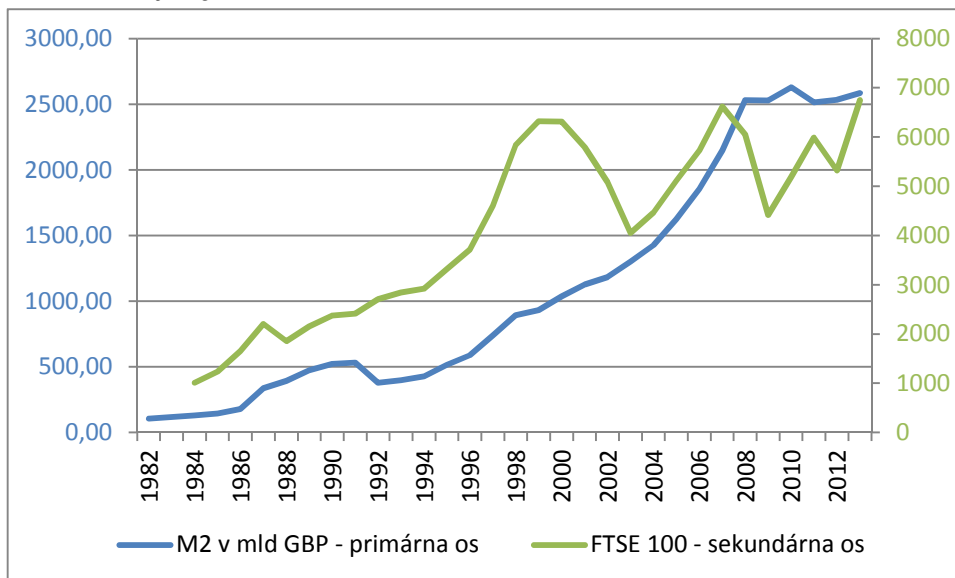
Po roku 2000 peňažná zásoba rástla až do roku 2009, kedy vplyvom finančnej krízy bola jej medziročná zmena po 15-tich rokoch prvýkrát záporná a po malej korekcii sa situácia v roku 2011 opäť zopakovala, a to aj napriek uvoľneniu menovej politiky.

Na rozdiel od FEDu, Bank of England nepristúpila hneď ku kvantitatívnemu uvoľňovaniu a bola opatrná aj vo vyjadreniach na takéto riešenie problémov spôsobených krízou v súvislosti s USA. A hoci jej prudké navýšenie peňažnej zásoby nie je cudzie, čo potvrdila v roku 1987, tento krok chápe ako jednorazový a vo výnimočných situáciách. Napriek tomu môžeme pozorovať, že agregát M2 rástol najmä od roku 2006 pomerne dynamicky. Po roku 2008 však už také výrazné uvoľnenie menovej politiky centrálnej banky nepozorujeme.

Na nasledujúcom grafe môžeme vidieť vývoj peňažného agregátu M2 v porovnaní s akciovým indexom FTSE 100. Z dlhodobého hľadiska môžeme povedať, že s rastom peňažnej zásoby sa pozitívne vyvíja aj akciový trh a akciový index zaznamenáva rast. V roku 1987, kedy peňažná zásoba vzrástla medziročne až takmer o 90 %, zaznamenal akciový index FTSE 100 rast a následne mierne poklesol. Rast agregátu M2 v tomto turbulentnom období mal pomôcť hospodárstvu krajiny, ktorá mala problémy na ekonomickej aj na politickej úrovni, ako sme už spomínali v predchádzajúcom texte. Akciový trh na túto zmenu zareagoval pozitívne, i keď krátkodobo. Po roku 1990 nastalo pomerne stabilné obdobie, kedy index FTSE 100 zaznamenáva mierny rast a jeho reakcie na zvýšenie či pokles peňažnej zásoby v krátkom období nie sú veľmi veľké. Zmena nastáva v druhej polovici 90. rokov, kedy boom okolo IT technológií a internetu spôsobuje prudký nárast záujmu do investovania

práve do akcií týchto spoločností. Neopatrené investovanie a prehliadnutie rizika takýchto investícií bolo v neposlednom rade spôsobené aj davovou psychózou. Prudký nárast cien akcií IT spoločností vzbudzoval záujem o rýchle zhodnotenie investície bez ohľadu na to, či má spoločnosť reálnu šancu fungovať ďalej. A hoci sa peňažná ponuka vyvíjala v tomto období stabilným tempom, akciový trh vytváral bublinu a index prudko rástol.

Graf 25: Vývoj M2 a indexu FTSE 100 od 1982 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org; finance.yahoo.com

Po roku 2000, po prasknutí akciovej bubliny DOT COM, sa index prepadol a opätovne začal rásť v roku 2003. V tomto období môžeme pozorovať, že aj peňažná zásoba začína rásť. Jej prudký rast podporuje rast akciového indexu FTSE 100 a pozitívna nálada začala vytvárať na akciovom trhu ďalšiu bublinu, ktorá praskla v roku 2007. A hoci peňažná zásoba naďalej rástla, pádu indexu nezabránila. Prepuknutie finančnej krízy spôsobilo na trhu paniku a v roku 2009 zaznamenal index FTSE 100 dno. V tomto období peňažná zásoba stagnovala, no po prepade indexu sa centrálna banka rozhodla ekonomiku a trhy podporiť a zvýšila peňažnú ponuku, na čo index zareagoval rastom. Pokles M2 v roku 2011 znamená aj pokles hodnoty indexu. Od roku 2012 však už opäť rastie.

Od svojho vzniku sa index FTSE 100 vyvíjal pomerne volatílne. Veľká Británia sa pohybovala na okraji recesie a zmenami peňažnej zásoby sa centrálna banka snažila podporiť ekonomiku krajiny aj finančné trhy a stabilizovať situáciu. Hoci z dlhodobého hľadiska pozorujeme, že rast peňažnej ponuky podporuje rast akciového trhu, počas kríz a turbulentných období sa napriek zvýšenej peňažnej ponuke akciový trh prejavuje ako nestabilný a prudké rasty striedajú prudké poklesy.

4.3.2.2 *Kvantitatívne uvoľňovanie*

Po prepuknutí finančnej krízy a páde Lehman Brothers bolo predstaviteľom centrálnej banky Spojeného kráľovstva jasné, že ekonomická situácia je zložitá a finančný sektor potrebuje aj monetárne stimuly. Po počiatočnej kritike, ktorú adresovali na rozhodnutie FEDu o kvantitatívnom uvoľňovaní, pripustili, že tento stimul je jedným z možných riešení ako pomôcť stabilite ekonomiky. Pomenovaniu kvantitatívne uvoľňovanie sa však centrálna banka zo začiatku snažila vyhýbať. Neskôr ho definovala ako program nákupu aktív na podporu ekonomiky, ktorý nezahŕňa tlač nových bankoviek a uvoľňovanie peňazí pre bankový systém. Centrálna banka vytvárala elektronické peniaze, ktoré používala na nákup bezpečných akcií od súkromných investorov, ako sú napríklad poisťovne, alebo dôchodkové fondy. Tieto subjekty nemajú tendenciu držať takto získané zdroje pre ich nízku návratnosť, preto nakupujú iné aktíva, prevažne vo forme podnikových dlhopisov, či akcií. To podporuje emitovanie nových akcií a dlhopisov, podporuje trh, stimuluje výdavky a pomáha udržať infláciu na úrovni stanoveného cieľa.

Centrálna banka sa rozhodla pre kvantitatívne uvoľňovanie po tom, čo Výbor pre monetárnu politiku (MPC) počas roka 2008 znížil úrokovú sadzbu o 3 percentuálne body a pokračoval v znižovaní aj začiatkom roku 2009. V marci dosiahla úroková sadzba 0,5 % a centrálna banka usúdila, že bez uvoľnenia menovej politiky sa jej nepodarí zvýšiť domáci dopyt a tým aj nominálne výdavky a spotrebu, aby inflácia neklesala pod úroveň inflačného cieľenia 2 %. Zároveň sa týmto krokom rozhodla podporiť finančný sektor, ktorý zaznamenal vysoké straty. Môžeme povedať, že kvantitatívne uvoľňovanie (QE) malo vo Veľkej Británii tri kolá.

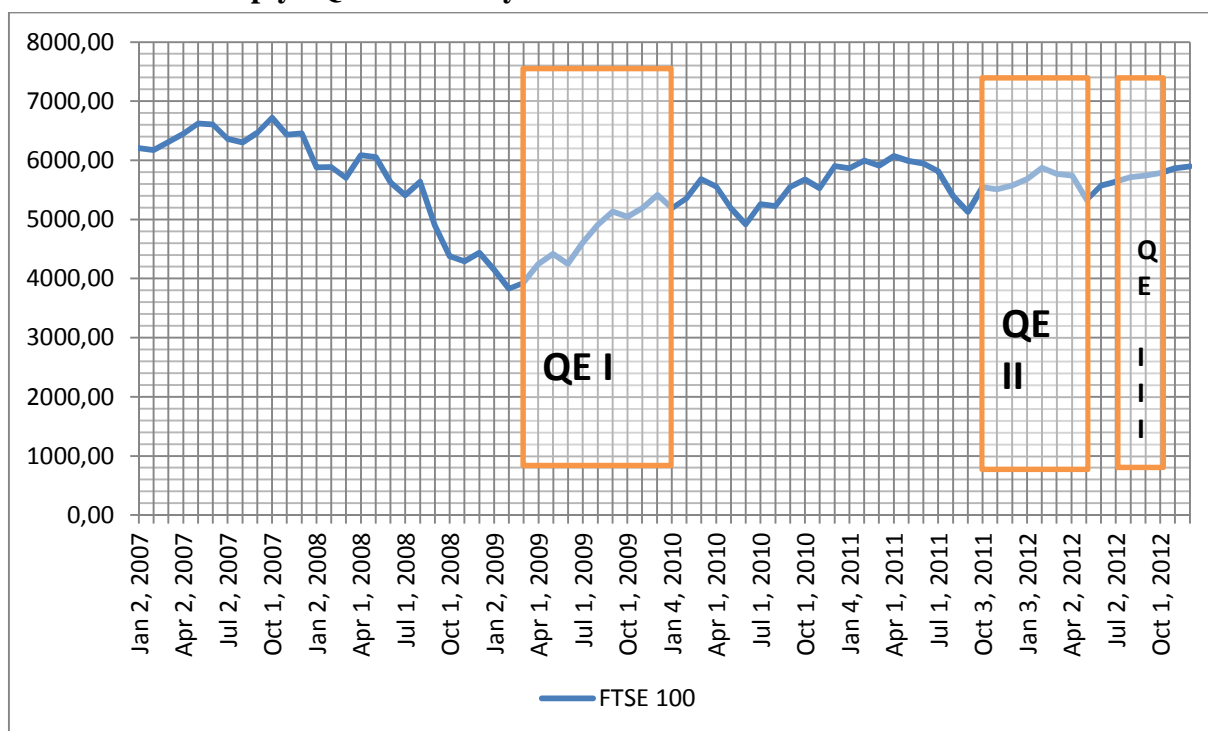
Prvé kolo začalo v marci 2009, kedy MPC schválil nákup aktív prevažne vládneho dlhu UK a tzv. gilts – zlatých dlhopisov, čiže bezpečných investícií. Do novembra 2009 mala centrálna banka uvoľniť do ekonomiky 200 miliárd GBP. Reálne však splnila tento cieľ v januári 2010.

Druhé kolo prebiehalo od októbra 2011 do mája 2012, kedy rovnakým spôsobom ako v prvom kole malo byť uvoľnené do ekonomiky ďalších 125 miliárd GBP. Prvé nákupy centrálna banka urobila v októbri 2011 v hodnote 75 mld, ďalší nákup MPC odhlasoval vo februári 2012 vo výške 50 miliárd GBP.

Tretie kolo QE bolo navýšením pôvodného plánu uvoľniť do ekonomiky 325 miliárd GBP. V Júli 2012 Výbor pre monetárnu politiku schválil navýšenie o 50 miliárd na

konečných 375 miliárd GBP a nákup sa mal realizovať nasledujúce štyri mesiace, čím sa ukončilo kvantitatívne uvoľňovanie.

Graf 26: Vplyv QE na akciový index FTSE 100



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.bankofengland.co.uk; finance.yahoo.com

Na predchádzajúcom grafe môžeme vidieť vývoj indexu FTSE 100 a jeho zmeny počas troch kôl kvantitatívneho uvoľňovania.

Počas prvého kola QE pozorujeme, že uvoľnením menovej politiky dochádza skutočne k pozitívnemu vývoju na akciovom trhu. Po prepade index začal pomerne rýchlo rásť a jeho mierny rast pokračuje aj po ukončení prvého kola QE. Následne zaznamenáva pokles a odvtedy index stagnuje.

Druhé kolo QE má len mierny účinok na vývoj akciového indexu a po jeho ukončení klesá aj index.

Tretie kolo QE má už len akoby korigujúci charakter a to aj kvôli dĺžke trvania a aj veľkosti objemu. Na akciový index však nemal výrazný vplyv.

Podobne, ako aj v prípade USA, najsilnejší účinok kvantitatívneho uvoľňovania na akciový trh má prvé použitie tohto nástroja. Opakované kolá QE už nemajú taký vplyv na vývoj akciového indexu. Zaujímavosťou však je, že napriek uvoľneniu menovej politiky, agregát M2 nezaznamenal rast. Veľkosť peňažnej ponuky sa pohybovala od roku 2008 do roku 2012 na úrovni približne 2500 mld libier, iba v roku 2010 zaznamenala rast o 100 mld

libier. Ak si pripomenieme, že centrálna banka do ekonomiky od roku 2009 do roku 2012 uvoľnila 375 mld libier, je tento fakt prekvapivý.

Kvantitatívne uvoľňovanie v Spojenom kráľovstve nemalo primárne podporiť bankový sektor. Cieľom bolo obnoviť dôveru finančného sektora, podporiť záujem o investovanie a udržať cieľ centrálnej banky, a to výšku inflácie na úrovni okolo 2 %. Práve inflačné ciele sa stalo predmetom kritiky zo strany FEDu, ktorý zastáva názor, že by Bank of England mala naďalej pokračovať v QE bez ohľadu na výšku inflácie. Samotný MPC myšlienku ďalšieho kvantitatívneho uvoľňovania nezavrhol. Apeluje však na to, že rozhodnutie závisí od situácie v ekonomike krajiny a že naďalej zastáva politiku inflačného ciele. V prípade zlepšenia počíta aj so spätným odpredajom aktív.

4.3.2.3 *Stimulácia akciových kurzov pomocou úrokových sadzieb*

Centrálnou bankou Spojeného kráľovstva je Bank of England, ktorá je druhou najstaršou činnou centrálnou bankou⁵³. Vznikla ako súkromná spoločnosť v roku 1694 a v roku 1946 bola zoštátnená. V roku 1997 sa stala nezávislou v oblasti menovej politiky.

Výšku úrokových sadzieb určuje špeciálny výbor Monetary Policy Committee (MPC) – Výbor pre monetárnu politiku. Skladá sa z deviatich členov, ktorí sú nezávislí odborníci v tejto oblasti a majú praktické ekonomické skúsenosti. Predsedom je guvernér národnej banky a zároveň má rozhodujúci hlas, pokiaľ sa výbor nedohodne. Členovia majú po jednom hlase a výbor sa schádza raz mesačne. Stretnutia sú dvojdnové a najčastejšie bývajú v stredu a štvrtok po prvom pondelku v mesiaci.

Ak sa pozrieme na vývoj základnej úrokovej sadzby vo Veľkej Británii, môžeme povedať, že po nepokojných sedemdesiatych rokoch sa začalo jej postupné znižovanie, aj keď s výraznými výkyvmi. Tie boli spôsobené najmä ekonomickou situáciou v krajine, ktorá v osemdesiatych rokoch nebola priaznivá. Neustále úpravy úrokovej sadzby mali pomôcť ku stabilizácii, aby spoločnosti rozbehli výrobu, ponúkali služby a tak znižovali nezamestnanosť. Napriek krokom zo strany centrálnej banky, problémy na strane vlády spomaľovali tento proces. Začiatkom osemdesiatych rokov, keď sa podarilo stabilizovať menu po prepade dolára, centrálna banka začala zvyšovať úrokovú sadzbu, aby znížila peňažnú ponuku, keďže po oslabení dolára a znížení exportu hrozilo oslabenie libry. Koncom osemdesiatych rokov však opäť zvyšuje sadzbu a zastavuje sa až na 14 %, aby popri zvyšovaní peňažnej ponuky udržala rovnováhu. Politické rozbroje, návrat k recesii a vznik recesie v Európe však prinútili

⁵³ Na prvom mieste je švédka Riksbank

centrálnu banku začať znižovať úrokovú sadzbu, aby upokojila situáciu v krajine a vyhla sa pádu do hlbkej recesie.

Tabuľka 13: Vývoj základnej úrokovej sadzby vo Veľkej Británii od 1981 do 2013

rok	základná úroková sadzba v %	rok	základná úroková sadzba v %	rok	základná úroková sadzba v %
1981	14,16	1992	8,38	2003	3,67
1982	11,89	1993	5,63	2004	4,38
1983	9,93	1994	5,63	2005	4,50
1984	10,02	1995	6,50	2006	4,88
1985	12,52	1996	5,92	2007	5,50
1986	10,96	1997	6,75	2008	3,95
1987	9,38	1998	6,94	2009	1,00
1988	9,46	1999	5,42	2010	0,50
1989	14,02	2000	5,88	2011	0,50
1990	13,88	2001	4,96	2012	0,50
1991	11,88	2002	4,00	2013	0,50

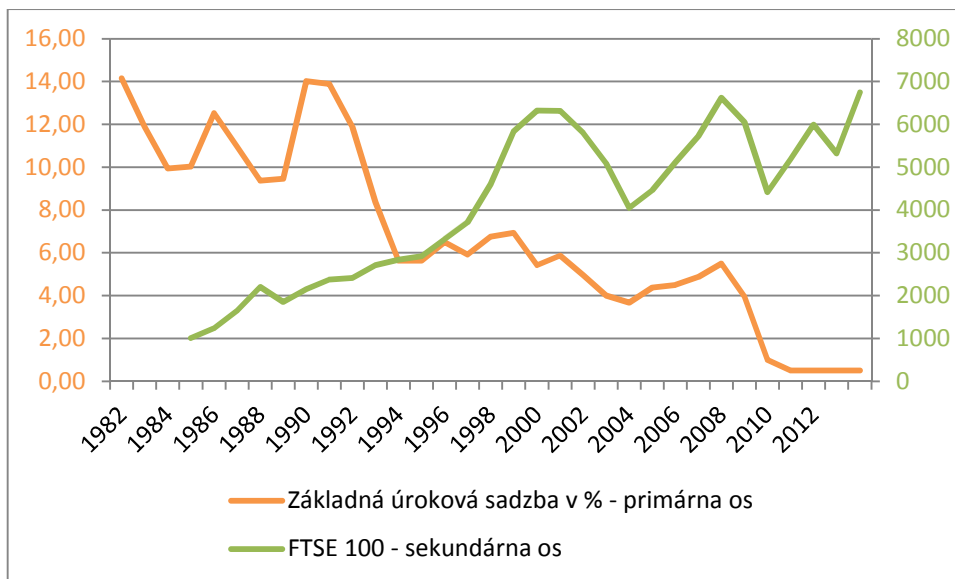
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.bankofengland.co.uk

V roku 1992 sa situácia naozaj začína stabilizovať, čomu nasvedčujú aj malé výkyvy v úrokovej sadzbe, ktorá sa celé desaťročie pohybuje okolo 6 %. Hospodárstvo sa stabilizovalo, rozvíjali sa služby a priemysel. V roku 2000 po prasknutí bubliny DOT. COM a problémoch v ekonomike v súvislosti s krachmi IT spoločností, centrálna banka znižuje úrokovú sadzbu, čím podporuje hlavne sektor služieb, ktorý je vo Veľkej Británii zameraný najmä na finančné služby. Začalo obdobie menších, či väčších kríz, bublín a recesií, ktoré predznamenovali pád trhov a veľké problémy v ekonomike, a vďaka globalizácii nie len v Británii. A keďže hypotekárny trh v USA začína vytvárať bublinu, Británia reaguje na pozitívny vývoj opatrne a snaží sa predísť problémom vo vlastnom finančnom sektore. Preto mierne zvyšuje úrokovú sadzbu, aby obmedzila peňažnú ponuku a tým spomalila prehrievanie ekonomiky a aj nákup cenných papierov. Slabý odhad situácie však znamená pád finančných trhov a recesiu. V roku 2007 začala centrálna banka znižovať úrokovú sadzbu, ktorá dosiahla v marci roku 2009 hodnotu 0,5 %, na ktorej je doteraz. Problémom sa však už nedalo zabrániť a ani nízka úroková sadzba a kvantitatívne uvoľňovanie nezabránilo ekonomickým problémom a kríze.

Na nasledujúcom grafe môžeme pozorovať vývoj akciového indexu FTSE 100 a základnej úrokovej sadzby. Ako môžeme vidieť, index od svojho vzniku rástol pomaly

a postupné znižovanie úrokovej sadzby mu pomáhalo. Problémy v ekonomike nedávali akciovému trhu veľa pozitívnych impulzov. Výnimkou bol rok 1987, kedy sa peňažná zásoba zvýšila takmer o 90 % a úroková sadzba dosiahla dovtedajšie minimum. Akciový index zaznamenal prudší rast, no o rok už opäť padal. Zvýšenie úrokovej sadzby kvôli problémom v ekonomike a s nestabilnou menou spomalili rast akciového trhu a znížili záujem investorov investovať do spoločností, ktorých budúcnosť bola neistá.

Graf 27: Vývoj základnej úrokovej sadzby vo Veľkej Británii a indexu FTSE 100 od 1982 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.bankofengland.co.uk; finance.yahoo.com

Po prekonaní recesie v roku 1992 a znížení úrokovej sadzby, ktorá sa udržiavala na najnižších úrovniach za posledné obdobie, začalo obdobie prudkého rastu záujmu investovania na akciovom trhu. Pozitívnu náladu na trhoch podporoval rozvoj finančných služieb a samozrejme IT technológií a internetu, ktoré začali vytvárať bublinu, ktorá v roku 2000 praskla a nasledoval podobný scenár ako v USA. Krachy IT spoločností, ktoré nemali pred sebou budúcnosť, pád nadhodnotených akcií, straty investorov a nástup obdobia, ktoré znamenalo neustále problémy v ekonomike a menšie či väčšie krízy. Index FTSE 100 začal padať aj napriek znižovaniu úrokovej sadzby a dosiahol svoje dno v roku 2004, od ktorého sa odrazil a začal opäť rásť rýchlym tempom. Aby centrálna banka zmiernila tento prudký rast a vyhla sa prehriatiu ekonomiky, začala zvyšovať úrokové sadzby, no index nereagoval, naopak, jeho rast ešte zrýchlil a v roku 2007 začal padať. Centrálna banka najskôr tento pád brala ako korekciu trhu a ešte mierne zvýšila úrokovú sadzbu. Problém bol však hlbší ako sa dalo čakať a pádu indexu sa už nedalo zabrániť ani znížením úrokovej sadzby. Vznik krízy ohrozil celý finančný systém a bankový sektor sa stal nedôveryhodným. Centrálna banka

postupne v priebehu dvoch rokov znížila úrokovú sadzbu na súčasných 0,5 %, a hoci index začal postupne rásť, bolo to skôr špekuláciami, pretože ekonomika sa nachádzala v hlbokjej recesii, z ktorej sa krajina zatiaľ nespamätala napriek všetkým opatreniam. Jednoznačne však môžeme povedať, že znižovanie úrokovej sadzby pôsobí pozitívne na vývoj akciového trhu. V krízových obdobiach sa však napriek znižovaniu úrokových sadzieb akciový trh správa volatílne a vytvára bubliny. Je to spôsobené najmä špekulatívnym dopytom, pretože špekulanti sa snažia zvyšovať zisky rizikovými krátkodobými obchodmi.

4.3.2.4 Vplyv inflácie na znehodnotenie kurzov akcií

Po ropných šokoch a zmene vlády začala inflácia klesať. Hoci osemdesiate roky neboli pre Veľkú Britániu ekonomicky stabilné, zmeny presadené novou vládou znamenali aj pomalé zlepšovanie economickej situácie, naopak, rástla politická rozpoltenosť. Po stabilizácii meny začala inflácia v roku 1984 klesať, no zvyšovanie peňažnej zásoby vyvolalo inflačné tlaky. Inflácia začala opäť rásť a podporilo ju aj jednorázové prudké navýšenie M2 v roku 1987. V nasledujúcej tabuľke môžeme vidieť vývoj inflácie vo Veľkej Británii od roku 1982 do roku 2012.

Tabuľka 14: Vývoj inflácie vo Veľkej Británii od 1981 do 2013

rok	inflácia v %	rok	inflácia v %	rok	inflácia v %
1981	11,9	1992	4,3	2003	1,4
1982	8,6	1993	2,5	2004	1,3
1983	4,6	1994	2,0	2005	2,0
1984	5,0	1995	2,7	2006	2,3
1985	6,1	1996	2,5	2007	2,3
1986	3,4	1997	1,8	2008	3,6
1987	4,2	1998	1,6	2009	2,2
1988	4,9	1999	1,3	2010	3,3
1989	5,2	2000	0,8	2011	4,5
1990	7,0	2001	1,2	2012	2,8
1991	7,5	2002	1,3	2013	2,6

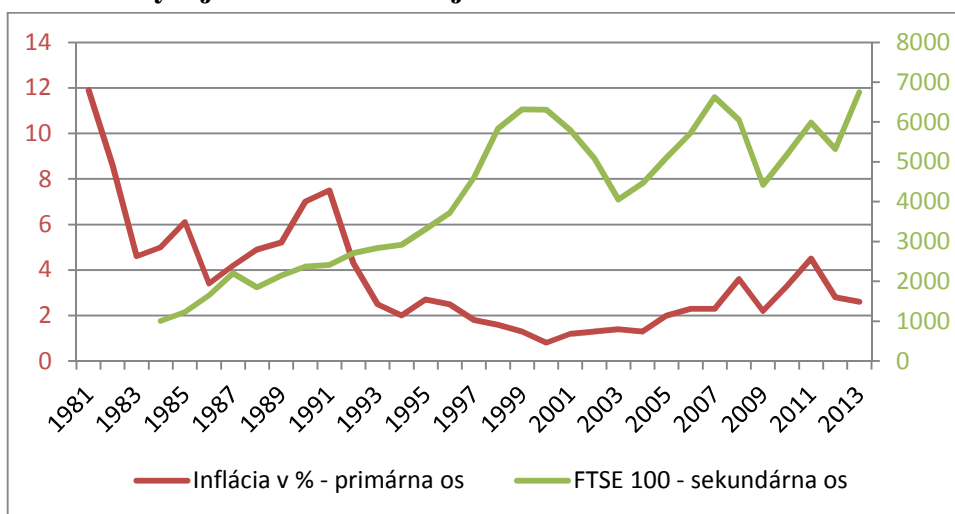
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org

Problémy na politickej scéne, recesia a zmeny v Európe podporovali rast inflácie až do roku 1991, kedy Veľká Británia uvoľnila menu a zamerala sa na riadenie inflácie, ktorá v priebehu dvoch rokov klesla z takmer 8 % na 2 % a až do roku 2007, do prepuknutia finančnej krízy, sa väčšinou pohybovala pod hranicou 2 %.

Po prepuknutí finančnej krízy začala inflácia rásť. Zvyšovanie peňažnej ponuky, kvantitatívne uvoľňovanie, snaha naštartovať ekonomický rast a prekonať recesiu postupne zvyšovali infláciu až k štyrom percentám.

Pri pohľade na vývoj inflácie a akciového indexu FTSE 100 pozorujeme, že hoci hovoríme pri inflácii o nepriamom pôsobení na akciový trh, môžeme konštatovať, že jej zníženie priaznivo pôsobí na index FTSE 100. Nesmieme však zabúdať, že výška inflácie je priamo viazaná na veľkosť peňažnej zásoby a súvisí s výškou úrokovej sadzby, preto jej dopad na akciový index musíme brať so zreteľom na tieto ukazovatele

Graf 28: Vývoj inflácie vo Veľkej Británii a indexu FTSE 100 od 1982 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org; finance.yahoo.com.

Ďalším problémom pri posudzovaní jej vplyvu na kapitálové trhy je inflačné cielenie. Centrálna banka takto zasahuje do prirodzeného vývoja v ekonomike tým, že upravuje podmienky na to, aby udržala infláciu na určitej hranici. Takýmto spôsobom sa snaží podporiť ekonomiku a tým samozrejme aj akciový trh.

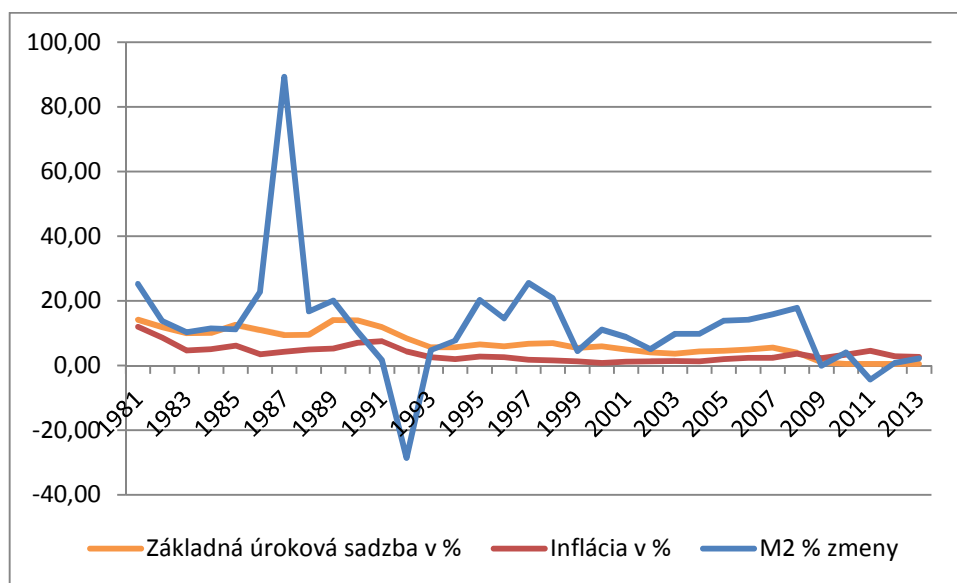
Po nástupe novej vlády v roku 1979, ktorá zaviedla reformy a snažila sa stabilizovať ekonomickú situáciu, inflácia naozaj začala klesať. Inflácia, ktorá je vyššia ako 10 %, začína spôsobovať znehodnocovanie aktív a trh ju nedokáže zapracovať do cien akcií. „Vyššia inflácia je pre akciové aj dlhopisové trhy zlá.“⁵⁴ Vzhľadom na klesajúcu infláciu sa indexu FTSE 100 naozaj darí a od svojho vzniku pomerne rýchlo rastie. Koncom osemdesiatych rokov však zhoršenie situácie v krajine a recesia v Európe zapríčiňujú rast inflácie, čo následne spomaľuje aj rast indexu. V roku 1990 si centrálna banka Veľkej Británie stanovuje za cieľ inflačné cielenie a snaží sa udržať infláciu na úrovni okolo 2 %. Táto situácia spolu

⁵⁴ Siegel, J. 2011: *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. GRADA Publishing. Praha. 2011. 295 s. ISBN 978-80-247-3860-4. S 203

s rozvojom internetu v druhej polovici deväťdesiatych rokov spôsobuje prudký rast indexu. Po prasknutí akciovej bubliny v roku 2000 index klesá, ale inflácia je stále udržiavaná na stanovenej hranici, preto sa trh pomerne rýchlo zotavuje a vytvára ďalšiu bublinu. Po prepuknutí finančnej krízy (po roku 2008) bola centrálna banka nútená použiť kvantitatívne uvoľňovanie a zvýšiť peňažnú ponuku, čo spôsobilo silné inflačné tlaky a zvýšenie inflácie. V tomto období môžeme pozorovať zaujímavý jav. S poklesom inflácie klesá aj akciový index a naopak, pri následnom raste inflácie, ktorá dosahuje v roku 2011 priemernú ročnú hodnotu 4,5 %, rastie aj akciový index. Tento paradox môžeme vysvetliť tým, že akcie sú schopné absorbovať určité zvýšenie inflácie do svojich cien, čo môže viesť mnohých investorov ku klamlivému úsudku, že akcie budú chrániť investíciu pred rastúcou infláciou, a preto zvyšujú svoj dopyt, čím pri rastúcej inflácii podporujú aj rast indexu.

Keďže inflácia úzko súvisí s peňažnou zásobou a úrokovou sadzbou, na nasledujúcom grafe môžeme vidieť vývoj týchto troch fundamentov od roku 1981 do roku 2013.

Graf 29: Vývoj základnej úrokovej sadzby, inflácie a M2 vo Veľkej Británii od 1981 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.bankofengland.co.uk; data.worldbank.org

Ako vidíme, do roku 1990 úroková sadzba a inflácia reagovala na zmeny peňažnej zásoby. Po roku 1990, kedy si centrálna banka stanovila cieľ inflačného cielenia, sú však zmeny úrokovej sadzby viditeľnejšie ako zmeny inflácie pri zmene agregátu M2. Zmena nastáva až po roku 2008, po prepuknutí finančnej krízy a zaujímavý je aj rok 2011, kedy pri negatívnej zmene peňažnej ponuky inflácia rastie a úroková sadzba ostáva na minime. Túto skutočnosť spôsobili zásahy centrálnej banky, ktoré mali zmierniť recesiu a naštartovať ekonomiku.

4.3.3 Fiškálna politika a akciový trh

4.3.3.1 Efektívnosť daňovej politiky

Daňové sadzby vo Spojeného kráľovstva sú rovnaké pre všetky časti Veľkej Británie, len v Severnom Írsku sa vyskytujú malé zmeny a to najmä pri miestnych - obecných a mestských daniach. Vzhľadom na stále pretrvávajúcu krízu, bola v roku 2013 znížená daň z príjmu právnických osôb, hoci Veľká Británia patrí medzi európske krajiny s pomerne nízkym daňovým zaťažením. Veľkou výhodou daňového systému UK sú nízke odvody do sociálneho a zdravotného systému, ktoré platí zamestnávateľ a samozrejme aj existencia množstva daňových úľav. Zároveň je to však aj komplikácia, pretože investor je nútený sledovať veľké množstvo výnimiek, ktoré daňový zákon obsahuje. Spojené kráľovstvo má niekoľko základných druhov daní a ostatné dane, ktoré zdaňujú špecifické oblasti. Rozpočtový, teda fiškálny rok sa začína 1. 4. a končí 31. 3.

Daň z príjmu (Income Tax) je progresívnou daňou a má tri daňové pásma podľa výšky príjmu – 20 %, 40 % a 45 % a niekoľko úľav: ročnú daňovú úľavu na daňovníka rozdelenú podľa veku a príjmu, zľavu z dane pre manželov a zľavu dane pre nevidiacich. Veľká Británia je jednou z krajín, ktorá zdaňuje príjem z dividend a kapitálových výnosov.

Daň z dividend (Tax on Dividends) má tri pásma, a to 10 % pre príjem do 35 000 GBP, 25 % pre príjem do 150 000 GBP a nad túto sumu je to 36,1 %. Zahraničné dividendy sú zdaňované sadzbou 40 %. Daň z kapitálových výnosov (Capital Gains Tax) je 18 %, avšak aj v tomto prípade má niekoľko úľav: nezdaniteľnú časť, zníženie dane pre majiteľov pri predaji svojej firmy za stanovených podmienok, oslobodenie od dane pri sporiacich účtoch jednotlivcov pri dodržaní podmienok výšky investície a diverzifikácie portfólia.

Daň zo zahraničných príjmov (Tax on Overseas Income) je určená pre obyvateľov Spojeného kráľovstva a pre osoby dlhodobo žijúce v UK, ktoré majú príjem zo zahraničia. Ak má UK dohodu o zabránení dvojitého zdanenia s krajinou, z ktorej príjmy pochádzajú, dá sa daň uplatniť zápočtom s daňou zaplatenou v dotyčnej krajine. Ak osoba dlhodobo žijúca v UK nechce zaplatiť daň zo zahraničných príjmov, musí zaplatiť paušálny poplatok 30 000 GBP ročne. Výnimku z platby dane tvoria osoby mladšie ako 18 rokov a príjmy do 2000 GBP.

Daň zo zisku právnických osôb (Corporation Tax) je progresívnou daňou a má tri pásma. Zisk do 300 000 GBP je zdaňovaný 20 % sadzbou a zisk nad 1 500 000 GBP je zdaňovaný sadzbou 21 %. Za základnú daň zo zisku právnických osôb je považovaná sadzba, ktorá zdaňuje zisk nad 1 500 000 GBP. Spoločnosti, ktoré majú zisk medzi týmito dvoma

pásmami si daň vypočítavajú na základe výpočtu uvedeného na stránke daňového úradu. Špeciálnu daň majú spoločnosti, ktoré ťažia ropu a zemný plyn v Severnom mori 50 % a investičné spoločnosti bez ohľadu na veľkosť zisku 20 %.

Daň z pridanej hodnoty (Value Added Tax) má v Spojenom kráľovstve 3 sadzby. Najvyššiu 20 % sadzbu (Standard Rate) má väčšina tovarov a služieb. 5 % sadzbu plyn, elektrina a palivá pre domácnosti a charitu, detské autosedačky, hygienické potreby pre ženy, výrobky, ktoré pomáhajú prestať fajčiť a stavebné rekonštrukčné práce. 0 % daň majú výrobky a služby, ktorých zoznam je určený v zákone. Sú to prevažne služby pre obyvateľstvo, knihy a vzdelávacie služby, ochranné prvky pre šport a prácu, doprava, presne určené finančné služby a iné. Zaujímavosťou je, že sem patrí napríklad aj vydávanie bankoviek, nová bytová výstavba, či zlato a bankovky.

Spotrebná daň (Excise Duty) je určená pre tabakové výrobky, pohonné hmoty, dopravné prostriedky a alkoholické nápoje. Každá skupina výrobkov je podrobne rozdelená, pretože jednotlivé druhy výrobkov majú určenú rozdielnu daň. Spotrebné dane, pre tabak a tabakové výrobky, alkohol, elektrinu, plyn uhli a pohonné hmoty sú upravované smernicami Európskej únie.

Medzi základné dane patrí aj daň z dedičstva, darovacia daň a zdravotné a sociálne odvody.

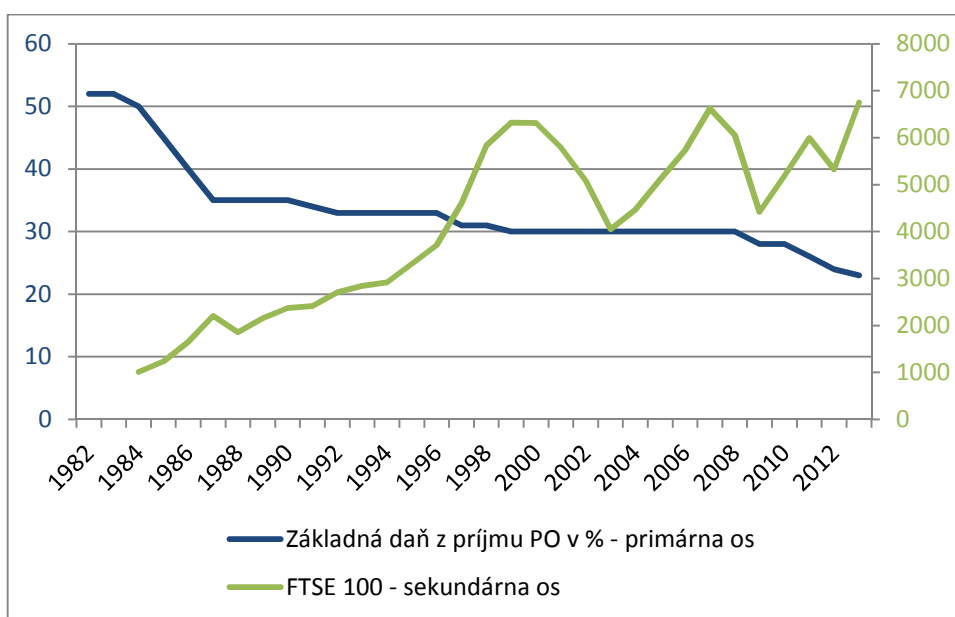
V Spojenom kráľovstve sú druhou skupinou ostatné dane, medzi ktoré patrí daň z civilnej leteckej dopravy, daň pri nákupe nehnuteľnosti, daň z nehnuteľnosti určenej na podnikanie, miestne dane a ekologické dane.

Ako môžeme vidieť, daňová politika Veľkej Británie patrí medzi zložitejšie. Množstvo druhov daní vyžaduje určitý prehľad a mnohé dane sa týkajú podnikania a investícií. Ak sa pozrieme na bilanciu finančného účtu zistíme, že aj napriek poklesu investícií vykazuje prebytok, čo znamená, že hodnota zahraničných investícií v Spojenom kráľovstve je vyššia ako hodnota investícií UK v zahraničí. Vláda sa snaží udržiavať optimálnu úroveň daňového zaťaženia, aby pomohla podporovať hospodársky rast. Svedčí o tom aj zmena základnej dane z príjmov právnických osôb pre veľké korporácie, ktorá v tomto fiškálnom roku klesla z 23 % na 21 %, čo je za posledné tri rozpočtové roky tretí pokles. A vzhľadom na situáciu v ekonomike avizovala ďalšie zníženie o jeden percentuálny bod v roku 2015, na 20 %, aby podporovala hospodárstvo krajiny. Je teda celkom zreteľné, že pokiaľ chce vláda v čase krízy podporiť ekonomiku, zameria sa najmä na spoločnosti a znižuje dane, ktoré sa priamo týkajú

firiem. Práve z tohto dôvodu je zaujímavé sledovať vývoj tejto dane spolu s vývojom akciového indexu.

Ako môžeme pozorovať v prvej polovici grafu, znižovanie dane z príjmov právnických osôb podporuje rast akciového trhu. Aj z dlhodobého pohľadu je trend pozitívny. V obdobiach, ktoré sú sprevádzané krízami a bublinami, však z krátkodobého a strednodobého hľadiska index akoby nereaguje na výšku dane a ani jej zníženie nie je pre vývoj indexu veľmi impulzom.

Graf 30: Vývoj základnej dane z príjmu PO vo Veľkej Británii a indexu FTSE 100 od 1982 do 2013



Zdroj: Spracované podľa: www.tradingeconomics.com; www.hmrc.gov.uk; webarchive.nationalarchives.gov.uk

. Pri použití nástrojov fiškálnej politiky však treba počítať s tým, že jej účinky sa prejavujú oneskorene a to minimálne o jeden rok. Je to dané jej špecifickým postavením a určením fiškálneho roku, ktorý trvá 12 mesiacov, v prípade UK je to od 1. 4. do 31. 3.

4.3.3.2 Stimulačné efekty pomocou vládnych výdavkov

Zvyšovanie vládnych výdavkov na nákup tovarov a služieb podporuje rast akciového trhu. Zvyšuje firmám zisky, čím v konečnom dôsledku aj hodnotu akcií. Ku zvyšovaniu výdavkov na podporu trhu vláda nepristupuje tak často, ako by sa mohlo zdať. Krízy sú väčšinou sprevádzané aj zadlžením štátu, preto sa počas takýchto problémových období vláda snaží výdavky nezvyšovať, ale použiť iné nástroje, napríklad zníženie daní pre spoločnosti.

Aj posledné desaťročia sú sprevádzané veľkým zadlžovaním ekonomík, čo sa prejavilo vznikom dlhovej krízy a hrozbami bankrotov krajín. Preto je málo pravdepodobné,

že by vlády podporovali v krízových obdobiach svoju ekonomiku výrazným zvyšovaním vládnych výdavkov. Veľká Británia nie je výnimkou. Vládne výdavky za obdobie 1981 – 1996 dosahujú priemernú hodnotu 43,2 % HDP, ale od roku 1997 do roku 2012 je priemerná hodnota vládnych výdavkov 40,8 % HDP. Toto obdobie je charakterizované krízami, bublinami na akciových trhoch a recesiami, čo by naznačovalo, že by vládne výdavky mali stúpať. Napriek tomu je ich priemerná hodnota v tomto období nižšia. Na nasledujúcom grafe môžeme vidieť vývoj akciového indexu a vládnych výdavkov v UK.

Tabuľka 15: Vývoj vládnych výdavkov ako % HDP vo Veľkej Británii od 1981 do 2013

rok	vládne výdavky % HDP	rok	vládne výdavky % HDP	rok	vládne výdavky % HDP
1981	47,7	1992	43,7	2003	39,3
1982	48,1	1993	43,0	2004	40,5
1983	47,8	1994	42,5	2005	41,2
1984	47,5	1995	41,8	2006	40,9
1985	45,0	1996	39,9	2007	41,0
1986	43,6	1997	38,2	2008	44,5
1987	41,6	1998	37,2	2009	47,7
1988	38,9	1999	36,3	2010	46,8
1989	39,2	2000	34,5	2011	45,4
1990	39,4	2001	37,7	2012	43,1
1991	41,9	2002	38,5	2013	44,4

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk>,

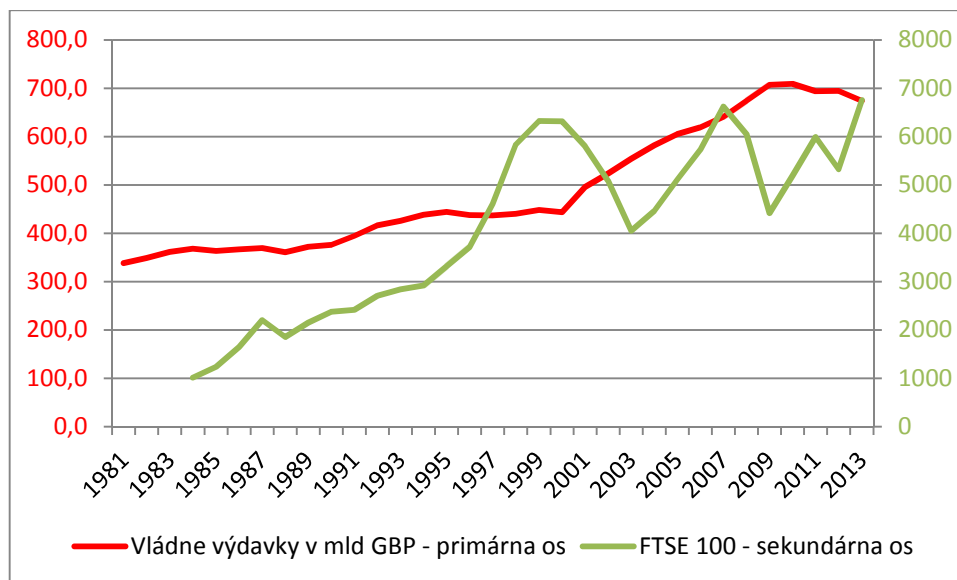
<http://www.ukpublicspending.co.uk>

Ako môžeme vidieť na grafe, vládne výdavky mierne klesali v obdobiach, kedy sa ekonomika krajiny nachádzala v problémoch – koncom osemdesiatych rokov, koncom deväťdesiatych rokov a okolo roku 2007.

V týchto obdobiach však index zaznamenáva rast a v roku 2000 a 2007 vytvára bublinu. Po jej prasknutí, od roku 2000, keď index padá, vláda Spojeného kráľovstva zvyšuje výdavky, aby pomohla ekonomike. Po roku 2008 napriek zvyšovaniu výdavkov akciový trh padá. Následne v roku 2010 vláda robí reštriktívne opatrenia, znižuje výdavky kvôli vysokému zadĺženiu krajiny. V Európe vzniká dlhová kríza a viaceré krajiny majú problémy. Napriek tomu index FTSE rastie. Ako môžeme pozorovať, zvyšovanie vládnych výdavkov v prípade Veľkej Británie nevedie k rastu akciového trhu. A ani v období, ktoré je sprevádzané ekonomickým rastom, nie je táto závislosť výrazná. V krízových obdobiach síce

zvýšenie vládnych výdavkov pomáha podporiť akciový trh, ale len z krátkodobého hľadiska. Takáto situácia nastala v roku 1992 a 2004.

Graf 31: Vývoj vládnych výdavkov vo Veľkej Británii a indexu FTSE 100 od 1982 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.ukpublicspending.co.uk; finance.yahoo.com; webarchive.nationalarchives.gov.uk

Po roku 2010 vládne výdavky UK klesajú, na čo index zareagoval rastom až do polovice roku 2011. Od tohto obdobia má klesajúci trend. Táto situácia naznačuje, že vzhľadom na nebezpečenstvo, ktoré so sebou prináša dlhová kríza, reštriktívne opatrenia na strane vládnych výdavkov pomáhajú obnoviť dôveru investorov v akciový trh Veľkej Británie. A hoci sa takáto súvislosť nezhoduje s teóriami, je to logické vyústenie komplikovanej situácie v súčasnosti.

4.4 Špecifické problémy Eurozóny a jej politiky v súvislosti s akciovým trhom

Eurozóna vznikla 1. januára 1999 ako výsledok prípravných opatrení na menovú úniu od roku 1990. Euro ako mena sa začalo používať najskôr v bezhotovostnom platobnom styku. Od 1. 1. 2002 sa zaviedli Euro bankovky a mince. Výmena domácich mien za jednotnú Euromenu bola riadená centrálnymi bankami jednotlivých krajín po vypracovaní plánov na výmenu meny.

Menovú politiku v Eurozóne riadi Európska centrálna banka – ECB, ktorá sídli vo Frankfurte nad Mohanom a jej hlavným cieľom je udržiavať cenovú stabilitu. Hlavným rozhodovacím orgánom je Rada guvernérov, ktorá sa skladá so 6 členov výkonnej rady a guvernérov národných bánk členských krajín eurozóny. Výkonná rada sa priamo riadi

rozhodnutiami Rady guvernérov, uskutočňuje v Eurozóne menovú politiku a priamo riadi Európsku centrálnu banku. Do Eurozóny v súčasnosti patrí 18 členských krajín Európskej únie.

Pre porovnanie vývoja jednotlivých fundamentov menovej a fiškálnej politiky sme ako protipól k ostatným krajinám vybrali Eurozónu a Nemecko. Eurozóna má spoločnú menovú politiku a Nemecko je jej ekonomický líder. Slovensko patrí do Eurozóny, lenže pre porovnanie vývoja je naša ekonomika príliš malá a kapitálový trh málo rozvinutý. V rámci eurozóny rozoberieme menovú politiku a v rámci Nemecka HDP a fiškálnu politiku.

4.4.1 Monetárna politika a akciový trh v Eurozóne

4.4.1.1 Vplyv ponuky peňazí na investície do akcií

Peňažnú zásobu v Eurozóne tvoria menové agregáty M1, M2 a M3. Na rozdiel od ostatných centrálnych bánk, Európska centrálna banka zameriava svoju pozornosť na menový agregát M3, ktorý používa ako kľúčové meradlo vývoja peňažnej zásoby v Eurozóne. Agregát M3 je v tomto prípade pokladaný zo strednodobého hľadiska za oveľa stabilnejší ako agregát M2 a preto ho ECB používa pre svoje menové analýzy. Vzhľadom na túto skutočnosť sme aj my použili menový agregát M3.

Ak sa pozrieme na vývoj agregátu M3, jeho medziročné zmeny nám ukazujú, že napriek stálemu rastu, jeho výraznejšie zmeny sa prejavujú v rokoch prepuknutia kríz a bezprostredne po nich, najmä nasledujúci rok, kedy sa centrálna banka snaží pomôcť ekonomike krajiny. „Hlavným hnacím motorom akciových trhov v dlhšom období je objem peňazí v ekonomike.“⁵⁵

Tabuľka 16: Vývoj agregátu M3 v Eurozóne od 1999 do 2013

rok	M3 % zmeny	rok	M3 % zmeny
1999	5,38	2007	11,27
2000	5,43	2008	9,69
2001	9,01	2009	2,86
2002	6,91	2010	-1,29
2003	7,30	2011	1,60
2004	5,79	2012	2,82
2005	7,90	2013	1,43
2006	8,89		

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.ecb.europa.eu

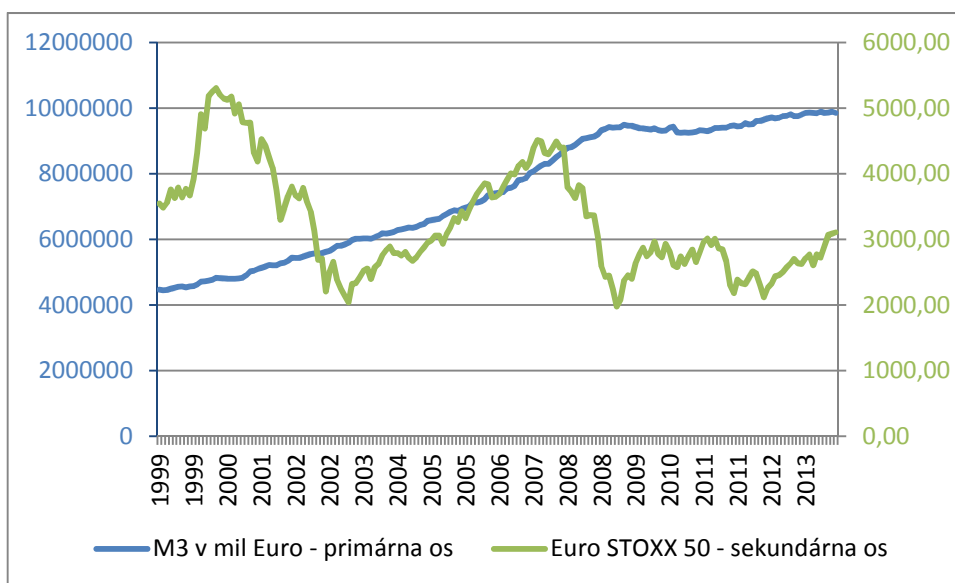
⁵⁵ Kohout, P. 2010: *Finance po krízi*. Grada publishing. Praha. 2010. 266 s. ISBN 978-80-247-3583-2 . S 151

Už v roku 1999 začala centrálna banka len mierne zvyšovať prírastok peňažnej zásoby po tom, ako hrozila panika na kapitálových trhoch v roku 2000. Prasknutiu bubliny sa nedalo zabrániť a problémy sa prejavili aj v ďalšom zvýšení medziročného rastu peňažnej zásoby. Centrálna banka preto rozhodla o jej zvyšovaní. Mierne medziročné zníženie peňažnej ponuky nastalo aj v roku 2004, keď po predchádzajúcom navýšení kvôli podpore trhu ECB stiahla peňažné prostriedky z medzibankového trhu. Najväčšiu zmenu však peňažná zásoba zaznamenala po prepuknutí finančnej krízy v roku 2007. Strata likvidity vo finančnom sektore znamenala medziročný nárast peňažnej zásoby, ktorou sa ECB snažila zmierniť dopady. Po roku 2008 prírastok peňažnej zásoby prudko klesá a v roku 2010 dosahuje záporný prírastok. Po nesplnení hrozby inflačných tlakov napriek nízkej úrokovej sadzbe, od polovice roka 2009 sa ECB snaží peňažnú zásobu len mierne zvyšovať.

Ak sa pozrieme na vývoj peňažnej zásoby, je dôležité podotknúť, že peňažná zásoba mierne rastie stále, vzhľadom na infláciu a vývoj ekonomiky. Pre porovnanie vývoja peňažnej ponuky a akciového indexu je pre nás zaujímavý dlhodobý trend a výkyvy akciového indexu vo vzťahu k peňažnej zásobe.

Po prasknutí bubliny na akciovom trhu v roku 2000 index Euro STOXX 50 padal až do roku 2003. Krachy IT spoločností pokračovali a ekonomika stagnovala. Vzhľadom na hroziace problémy, ECB začala zvyšovať peňažnú zásobu už v roku 2000, no pádu indexu nedokázala zabrániť. Od roku 2003 bol jej rast výraznejší až do roku 2008.

Graf 32: Vývoj agregátu M3 a akciového indexu Euro STOXX 50 od 1999 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.ecb.europa.eu, finance.yahoo.com

Po prepuknutí finančnej krízy v roku 2007 začal index Euro STOXX 50 padať a nezastavilo ho ani pokračovanie vo zvyšovaní peňažnej ponuky a zníženie úrokových sadziieb. V polovici roku index dosiahol svoje dno a začal pomaly stúpať. V roku 2009 centrálna banka spomalila zvyšovanie peňažnej zásoby, na čo index zareagoval stagnáciou. Po roku 2010 ECB pokračuje vo zvyšovaní peňažnej zásoby, aby tak podporila ekonomiku Eurozóny, kapitálové trhy a pomohla krajinám dostať sa z recesie. Finančná kríza sa pretransformovala na dlhovú a stále ohrozuje jednotlivé krajiny Eurozóny.

4.4.1.2 *Stimulácia akciových kurzov pomocou úrokových sadziieb*

Za základnú úrokovú sadzbu Európskej centrálnej banky sa považuje sadzba pre hlavné refinančné operácie, ktorej výška je v súčasnosti 0,05 %. Vývoj základnej úrokovej sadzby Eurozóny bol už v začiatkoch sprevádzaný vznikom DOT.COM bubliny na akciovom trhu. Keďže centrálna banka chcela zmierniť prehrievanie trhu, zvýšila základnú úrokovú sadzbu. Cena akcií IT spoločností však nebola reálna a po krachu mnohých firiem sa ECB rozhodla znižovať úrokovú sadzbu, aby podporila ekonomiku Eurozóny.

Tabuľka 17: Vývoj základnej úrokovej sadzby v Eurozóne od roku 1999 do 2014

rok	zmena	základná úroková sadzba v %	rok	zmena	základná úroková sadzba v %	rok	zmena	základná úroková sadzba v %
1999	1 Jan.	3,00	2003	7 Mar.	2,50	2009	21 Jan.	2,00
1999	9 Apr.	2,50	2003	6 Jun.	2,00	2009	11 Mar.	1,50
1999	5 Nov.	3,00	2005	6 Dec.	2,25	2009	8 Apr.	1,25
2000	4 Feb.	3,25	2006	8 Mar.	2,50	2009	13 May	1,00
2000	17 Mar.	3,50	2006	15 Jun.	2,75	2011	13 Apr.	1,25
2000	28 Apr.	3,75	2006	9 Aug.	3,00	2011	13 Jul.	1,50
2000	9 Jun.	4,25	2006	11 Oct.	3,25	2011	9 Nov.	1,25
2000	1 Sep.	4,50	2006	13 Dec.	3,50	2011	14 Dec.	1,00
2000	6 Oct.	4,75	2007	14 Mar.	3,75	2012	11 Jul.	0,75
2001	11 May	4,50	2007	13 Jun.	4,00	2013	8 May.	0,50
2001	31 Aug.	4,25	2008	9 Jul.	4,25	2013	13 Nov.	0,25
2001	18 Sep.	3,75	2008	15 Oct.	3,75	2014	11 Jun.	0,15
2001	9 Nov.	3,25	2008	12 Nov.	3,25	2014	10 Sep.	0,05
2002	6 Dec.	2,75	2008	10 Dec.	2,50			

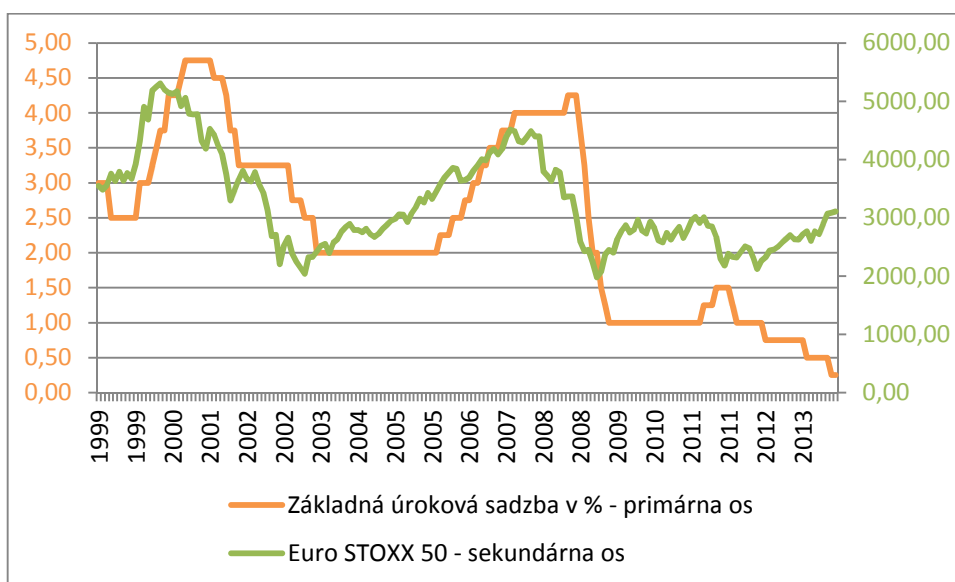
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.ecb.europa.eu

Keďže zvyšovanie peňažnej zásoby nespôsobil výrazné inflačné tlaky, centrálna banka pokračovala v znižovaní úrokových sadziieb, ktoré sa v roku 2003 ustálili na úrovni 2 %. Peňažná ponuka prirodzene mierne rástla a inflácia sa pohybovala na úrovni okolo 2 %.

Vhodné podmienky pre investovanie na kapitálových trhoch a ekonomický rast spôsobili rast peňažnej ponuky a ECB v snahe zabrániť inflácii a prehriatiu ekonomiky začala v roku 2005 mierne zvyšovať úrokovú sadzbu. Napriek opatreniam sa pozitívna nálada na trhu stupňovala, akciový index rástol a inflácia začala v roku 2007 rásť. Po prepuknutí finančnej krízy bola úroková sadzba 4 % a aj napriek jej ďalšiemu zvýšeniu centrálna banka nedokázala zabrániť inflačným tlakom. Ekonomika upadla do recesie a následné prepuknutie dlhovej krízy v Eurozóne znamenal prepad do deflácie a zníženie úrokových sadzieb počas jedného roka na 1 %. Napriek extrémne nízkym úrokovým sadzbám sa nedarí vytiahnuť hospodárstvo z recesie a Eurozóna opäť upadá do deflácie.

Aj akciový index Euro STOXX 50 reaguje na znižovanie úrokových sadzieb ECB. Po jeho prepade v roku 2000 ho nasledovala aj úroková sadzba. Oneskorená reakcia ECB mohla byť spôsobená inflačnými tlakmi. Treba však povedať, že ustálenie úrokovej sadzby na novom minime v roku 2003 až 2005 podporilo dočasný rast akciového indexu. Po roku 2005 začala centrálna banka Eurozóny zvyšovať základnú úrokovú sadzbu a zvolila politiku ťažko dostupných peňazí, aby tak upokojila situáciu na kapitálových trhoch. Ďalšiemu pádu indexu však jej opatrenia nedokázali zabrániť a dlhová kríza donútila ECB znížiť úrokovú sadzbu o 3 percentuálne body na 1 %.

Graf 33: Vývoj základnej úrokovej sadzby v Eurozóne a indexu Euro STOXX 50 od 1999 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.ecb.europa.eu, finance.yahoo.com

Po roku 2009 akciový index Eurozóny stagnoval a zvýšenie sadzby spôsobilo opäť jeho pád. ECB preto rozhodla o ďalšom znížení úrokovej sadzby, čo pomohlo akciovému trhu nastúpiť mierny rastúci trend.

4.4.1.3 Vplyv inflácie na znehodnotenie kurzov akcií

Ako sme už písali v predchádzajúcom texte, inflácia je dôležitý ukazovateľ v rámci menovej politiky a nie je možné ju vynechať pri posudzovaní peňažnej zásoby a základnej úrokovej sadzby. Ďalším dôvodom je inflačné cielenie, ktoré je hlavným cieľom Európskej centrálnej banky, ktorý je špecifikovaný ako cenová stabilita. Cieľom ECB je udržať infláciu na úrovni okolo 2 %, hoci v súčasnej situácii hrozby deflácie nie je splnenie tohto cieľa jednoduché.

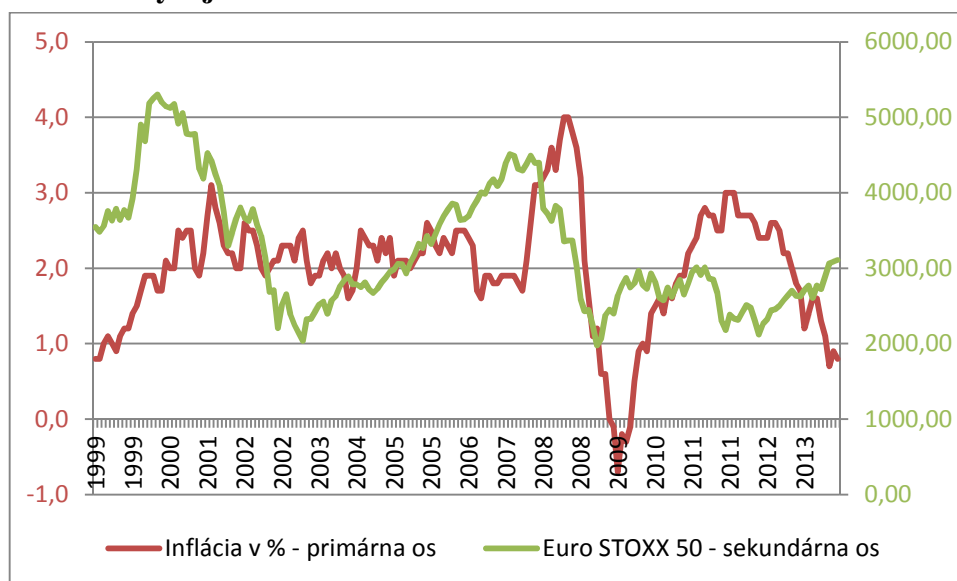
Tabuľka 18: Vývoj inflácie v Eurozóne od 1999 do 2013

rok	inflácia v %	rok	inflácia v %
1999	1,1	2007	2,1
2000	2,1	2008	3,3
2001	2,3	2009	0,3
2002	2,2	2010	1,6
2003	2,1	2011	2,7
2004	2,2	2012	2,5
2005	2,2	2013	1,3
2006	2,2		

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.tradingeconomics.com

Ako môžeme vidieť v tabuľke, Európskej centrálnej banke sa väčšinou darí udržať priemernú ročnú infláciu na úrovni okolo 2 %. Zmena nastala v roku 2009, kedy po prepuknutí dlhovej krízy sa znížila spotreba, krajiny upadli do recesie a Eurozóna zaznamenala počas piatich mesiacov tohto roku miernu defláciu.

Graf 34: Vývoj inflácie v Eurozóne a indexu Euro STOXX 50 od 1999 do 2013



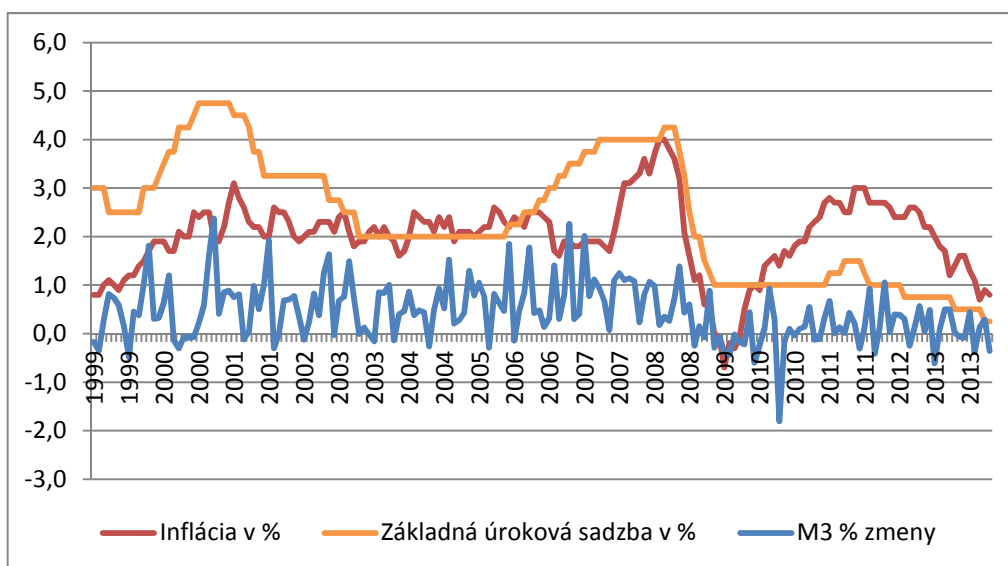
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.tradingeconomics.com, finance.yahoo.com

Hoci sa centrálnej banke podarilo v septembri 2011 infláciu zvýšiť na 3 %, jej výška sa neudržala dlho a Eurozóna opäť zaznamenáva hrozbu deflácie.

Podľa teórií, ak sa nízka inflácia zakomponuje automaticky do trhových cien, takáto inflácia by nemala ovplyvniť zmenu akciových kurzov. Potom teda môžeme hovoriť o to, že kurzy akcií by mali kopírovať väčšie výkyvy inflácie. Inflačné ciele centrálnej banky však zabraňuje vysokej inflácii a preto nemôžeme jednoznačne určiť vplyv inflácie na akciový index.

Ak však porovnáme vývoj indexu Euro STOXX 50 a inflácie, nadobudneme dojem, že zvýšenie akciových kurzov zvyšuje aj infláciu a na jeho pokles s miernym oneskorením reaguje aj inflácia. Tento stav však môže vyvolať opatrné správanie investorov počas krízy alebo recesie a ich rýchle reakcie na zmeny v ekonomike a nie samotná inflácia. Deflácia v roku 2009 podporila stagnáciu na kapitálových trhoch a po roku 2010 sa rýchly rast inflácie môže čiastočne podpisovať na stagnácii indexu. V roku 2012 začala inflácia klesať, čo okrem iného mohlo podporiť aj rast indexu. Jej ďalší pokles však hrozí defláciou, ktorá by nezabrzdila len kapitálové trhy, ale aj ekonomiku Eurozóny.

Graf 35: Vývoj inflácie, úrokových sadzieb a agregátu M3 v Eurozóne od 1999 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.tradingeconomics.com; www.ecb.europa.eu

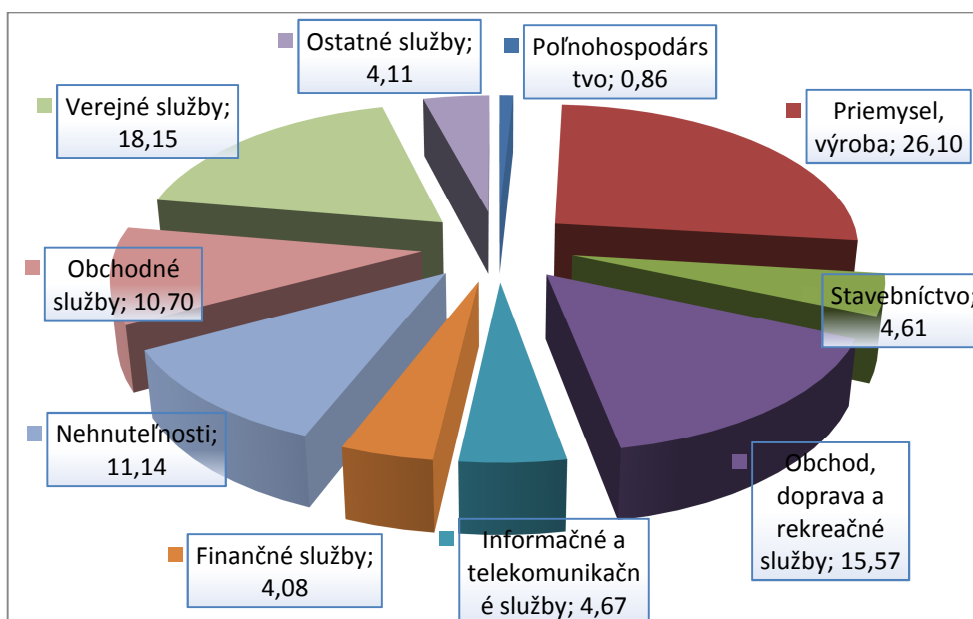
Na predchádzajúcom grafe môžeme vidieť vývoj inflácie v súvislosti so základnou úrokovou sadzbou a agregátom M3 (mesačné zmeny). Ak hovoríme o skutočnosti, že so znížením základnej úrokovej sadzby by mala rásť peňažná zásoba a zároveň aj inflácia, túto súvislosť vidíme len mierne od roku 2010 do roku 2012. Pri inflačnom ciele však nie je jednoduché hodnotiť vplyv inflácie na ostatné fundamenty.

4.4.2 Vplyv HDP na akciový trh v Nemecku

Keďže výška HDP Eurozóny sa za roky od jej vzniku niekoľkokrát zmenila aj kvôli postupnému vstupovaniu krajín do jednotnej menovej únie, pre potreby našej práce budeme pracovať s hrubým domácim produktom Nemecka, ktoré je ekonomickým lídrom Eurozóny.

Nemecko patrí k vyspelým krajinám, ktorých história je spojená so socializmom. Nemecko bolo rozdelené po druhej svetovej vojne. Západná Nemecká spolková republika sa vyvíjala veľmi dynamicky. Jej vývoj spomalila až svetová recesia spôsobená ropnými šokmi. Nemecká demokratická republika patrila k východnému bloku a hoci bola jednou z najrozvinutejších krajín tohto zoskupenia, v hospodárstve sa prejavovali problémy centrálne riadenej ekonomiky. Začiatkom osemdesiatych rokov 20.storočia Nemecko po prekonaní problémov spôsobených ropnými šokmi nastúpilo na cestu hospodárskeho rastu, ktorý trval takmer desaťročie. V roku 1990, keď sa Nemecko zjednotilo, jeho rast sa rýchlo spomalil. Východná socialistická časť bola ekonomicky oveľa slabšia a boli potrebné reformy a investície na rozvoj ekonomiky. Najkritickejší bol rok 1993, kedy sa nemecká ekonomika topila v recesii. Už v roku 1994 však hospodárstvo začalo rásť.

Graf 36: Štruktúra HDP v Nemecku v %



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: www.destatis.de

Z ekonomických problémov spôsobených krízou DOT.COM sa Nemecku podarilo vystúpiť až v roku 2004. Finančná kríza v roku 2008 zasiahla Nemecko oveľa viac ako iné európske krajiny. HDP sa prepadol a ekonomika začala rásť až koncom roka 2009. Hospodársky rast sa spomalil až v polovici roku 2012 a naďalej pokračuje.

Najväčšiu zložku HDP Nemecka tvoria služby a to viac ako 69 %. Tento podiel neustále rastie. Služby sú rozdelené do štyroch sektorov, a to: *sociálne služby* – patria sem služby od štátu ako je zdravotníctvo, vzdelávanie a iné; *osobné služby* – reštauračné a pohostinské služby, služby domácnostiam; *podnikové služby* – finančné, leasingové a bankové služby a *distribučné služby* – maloobchod, veľkoobchod, prepravné služby, telekomunikácie a i. Samostatnú zložku služieb tvorí cestovný ruch, ktorý tvorí súčasť hospodárskej politiky štátu. Vláda prikladá veľkú váhu rozvoju cestovného ruchu a pre tieto účely pracuje aj samostatný parlamentný výbor pre turizmus. Na rozdiel od Veľkej Británie alebo USA, finančné služby tvoria len malé percento ostatných služieb, čo sa v súčasnej krízovej dobe ukazuje ako výhodné.

Priemysel tvorí približne 30,1 % HDP Nemecka, čo je asi o 10 % viac ako v iných vyspelých krajinách. Krajina okrem výroby zaisťuje aj sprievodné služby, ako je doprava a servis, čím sa stávajú výnosy z priemyselnej výroby vyššie. Najvýznamnejšie a najviac rozvinuté odvetvia priemyslu sú elektrotechnika a strojárstvo. Nemecko investuje do inovácií a obnoviteľných zdrojov, čo posúva krajinu dopredu. Po prírodnej katastrofe v Japonsku v roku 2011, ktorá zničila jadrovú elektrárňu Fukušima, Nemecko vyhlásilo, že odstupuje od jadrovej energie a zameralo sa na alternatívne zdroje energie, čo otvorilo nový priestor na inovácie a rozvoj priemyslu. V rámci priemyslu sú najvýznamnejšie odvetvia elektrotechnický priemysel a strojárstvo. Významnú úlohu však hrá aj automobilový priemysel, spracovateľský priemysel, chemický priemysel a potravinárstvo.

Hoci poľnohospodárstvo tvorí len približne 0,8 % HDP, Nemecko patrí v rámci Európskej únie k najväčším producentom zemiakov, mlieka a bravčového mäsa. Dôležitú časť tvorí aj hovädzie mäso a hydina. Poľnohospodárstvo v sebe zahŕňa lesníctvo a rybolov.

Vývoj HDP v Nemecku sa po stabilizovaní situácie po ropných šokoch začal zlepšovať. Hoci až do roku 1990 sa vyvíjalo Nemecko ako dva štáty, po spojení do jednej krajiny sa nízka vyspelosť Nemeckej demokratickej republiky podpísala na prudkom poklese HDP, ktorý si v roku 1992 pripísal zápornú medziročnú zmenu. Zvýšené investície a veľké reformy poslali krajinu do recesie. Hoci sa takýto vývoj očakával, veľkosť zmien a výdavkov bolo cítiť v HDP až do roku 1996. Po tomto období sa rast HDP udržal na hodnote okolo 2 %. Po roku 2000, po prasknutí akciovej bubliny, HDP pokleslo, nastúpila recesia a bankroty IT spoločností ťahali za sebou aj hrubý domáci produkt, ktorý padal až do roku 2003. Kedy opäť zaznamenal zápornú medziročnú zmenu.

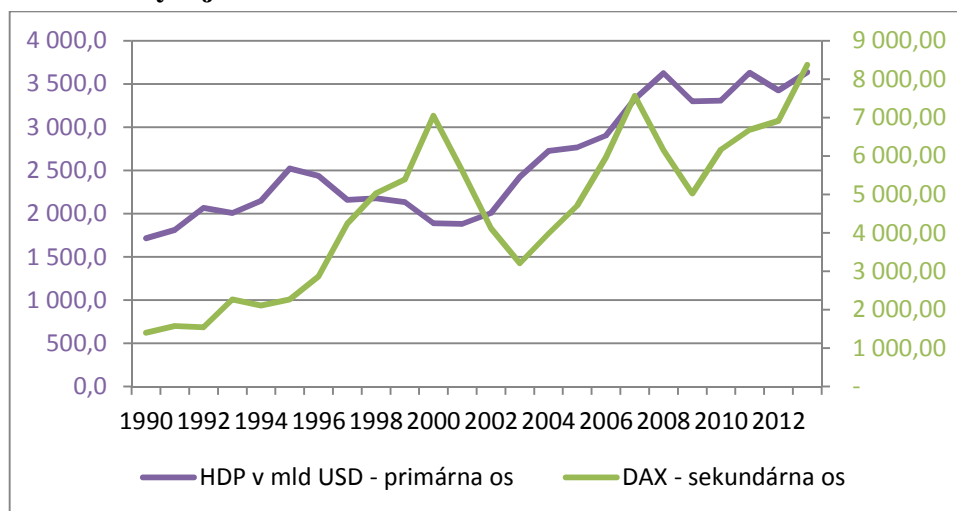
Tabuľka 19: Vývoj HDP v Nemecku od 1981 do 2013

rok	HDP % zmeny	rok	HDP % zmeny	rok	HDP % zmeny
1981	0,5	1992	1,9	2003	-0,4
1982	-0,4	1993	-1,0	2004	1,2
1983	1,6	1994	2,5	2005	0,7
1984	2,8	1995	1,7	2006	3,7
1985	2,3	1996	0,8	2007	3,3
1986	2,3	1997	1,7	2008	1,1
1987	1,4	1998	1,9	2009	-5,1
1988	3,7	1999	1,9	2010	4,0
1989	3,9	2000	3,1	2011	3,3
1990	5,3	2001	1,5	2012	0,7
1991	5,1	2002	0,0	2013	0,4

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org

Od tohto obdobia Nemecko prosperuje, HDP rastie a darí sa aj priemyslu, najmä automobilovému. Hospodársky rast zastavilo až prepuknutie finančnej krízy, kedy medziročná zmena hrubého domáceho produktu znovu zaznamenala záporný rast.

Graf 37: Vývoj HDP v Nemecku a akciového indexu DAX od 1990 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org, finance.yahoo.com, boerse-frankfurt.de

Vývoj akciového indexu DAX a HDP od roku 1990 nám jednoznačne ukazuje na pozitívny trend, a to aj napriek krízam a recesiám. Z krátkodobého hľadiska index predbieha vývoj HDP iba v roku 2007 a 2009. Keď v roku 1995 začal index DAX rásť, bolo to spôsobené najmä investíciami do IT spoločností a boomom v oblasti internetu.

Po stabilizácii situácie po roku 2003 začalo HDP rásť a investície zdvihli aj akciový index, ktorý sa vďaka pozitívnym náladám a hypotekárnemu boomu znovu dostával do bubliny. Prepuknutie krízy znamenalo prudký pád indexu, ktorý začal už v roku 2007 a bol nasledovaný aj hrubým domácim produktom.

Hoci Nemecko patrí medzi stabilné krajiny, nedokázalo sa ubrániť recesii. Rast HDP strieda jeho pád a akciový index sa dostáva opäť do bubliny. Tá je pravdepodobne spôsobená špekuláciami na akciových trhoch, keďže nedokážeme povedať, že kríza už skončila.

4.4.3 Fiškálna politika a jej dopad na akciový trh v Nemecku

4.4.3.1 Efektívnosť daňovej politiky

Nemecko patrí medzi krajiny, ktorých daňová politika je pomerne zložitá. Základné dane sú rozdelené do troch úrovní, a to na spolkové dane, zemské dane a miestne dane. Tie môžeme ďalej rozdeliť na dane z príjmu, daň z pridanej hodnoty, spotrebné dane a živnostenská daň. Dôležitou a veľkou oblasťou sú ostatné dane, ku ktorým patria napríklad solidárna daň, daň z poistenia, daň z obalov, daň z druhého bydliska, či rôzne prirážky. Tieto dane musí príslušný subjekt platiť zo zákona ku základným daniam. Vzhľadom na komplikovanosť daňového systému si podrobnejšie rozoberieme iba najdôležitejšie dane.

Základnú skupinu daňových príjmov štátu tvoria dane z príjmu. *Daň z príjmu fyzických osôb* tvoria okrem príjmov zo závislej činnosti aj príjmy z lesníctva, poľnohospodárstva, z prenájmu, kapitálového majetku a i. Daň z príjmu fyzických osôb má štyri pásma v závislosti od výšky príjmu a jej výška sa pohybuje v rozpätí 14 % až 42 %. Najvyššie príjmy sú zdaňované sadzbou 45 %. Fyzické osoby musia z príjmov odvieť aj solidárnu daň vo výške 5,5 %. *Základná daň z príjmov právnických osôb* je v súčasnosti 15 %. Táto daň však nie je jediná, ktorú musia korporácie platiť. Podľa zákona k tejto výške dane musí byť pripočítaná solidárna daň, ktorá je vo výške 5,5 % a živnostenská daň. Tá je v jednotlivých samosprávach rozdielna a jej priemerná hodnota je približne 14 %. Takže konečná výška korporátnej dane sa môže vyšplhať až na približne 35 %.

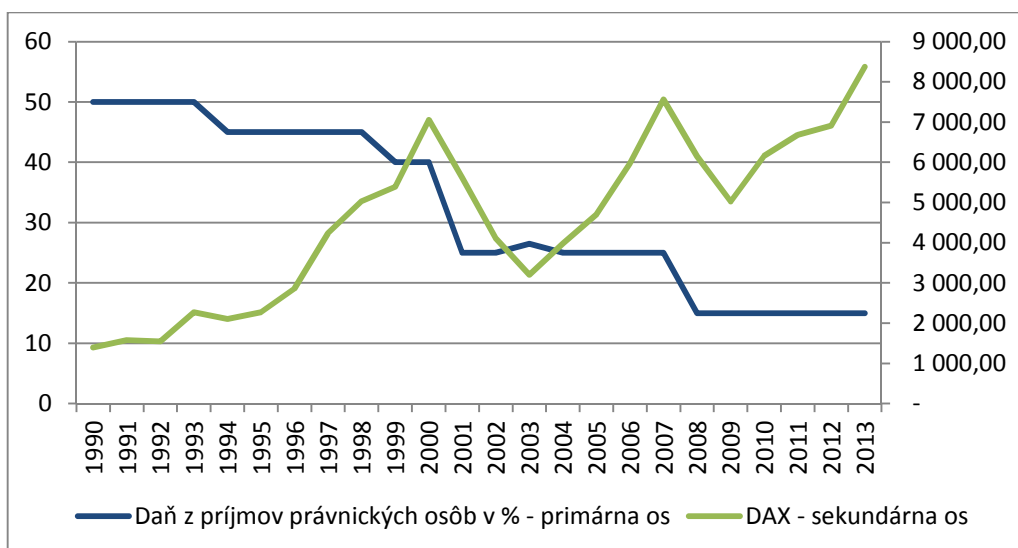
Daň z pridanej hodnoty je druhou najvýznamnejšou zložkou daňových príjmov Nemecka. Má dve úrovne a to 7 % a 19 %. Nižšia daň je určená pre vybrané tovary a služby, ako sú knihy, základné potraviny, doprava, umenie a iné.

Ďalšou významnou zložkou daňových príjmov sú spotrebné dane, ktoré sú rozdelené na daň z piva, šumivého vína, minerálnych olejov, kávy, tabaku, liehovín a elektrickej

energie. Tieto dane sa vyberajú na úrovni jednotlivých spolkov. Výnimku tvorí iba daň z piva, ktorej časť ostáva ako zemská daň.

Od deväťdesiatych rokov 20. storočia prešiel daňový systém Nemecka niekoľkými zásadnými zmenami. Kým dane z príjmov právnických osôb výrazne poklesli, dane z príjmov fyzických osôb zaznamenali pokles len niekoľko percentuálnych bodov a vyššia daň z pridanej hodnoty vzrástla. Zmenilo sa zdaňovanie dividend, zaviedla sa jednotná daň pre korporácie a vznikli niektoré nové dane. Najvýznamnejšie zmeny v oblasti dane z príjmov právnických osôb sa udiali v roku 2000, kedy vláda znížila daň o 15 percentuálnych bodov a v roku 2008, kedy došlo k ďalšiemu zníženiu o 10 percentuálnych bodov na súčasných 15 %. Ak sa pozrieme na vývoj korporátnej dane v porovnaní s akciovým indexom DAX je zrejmé, že klesajúci trend daní je sprevádzaný rastúcim trendom indexu.

Graf 38: Vývoj dane z príjmov právnických osôb v Nemecku a indexu DAX od 1990 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: finance.yahoo.com, www.oecd.org

Nemecká vláda sa snaží dlhodobo podporovať podnikateľské prostredie znižovaním daní z príjmu pre spoločnosti. V roku 2000 v rámci reformy znížila daň z príjmu pre právnické osoby zo 40 % na 25 % a hoci index DAX po prasknutí bubliny rýchlo klesol, už v roku 2003 začal opäť rásť. V roku 2007 došlo opäť k zníženiu dane na 15 %, padajúci index sa však zastavil až v roku 2009. Od tohto obdobia index DAX rastie a dosahuje svoje maximum. Základná daň z príjmov právnických osôb ostáva na 15 %.

4.4.3.2 Stimulačné efekty pomocou vládnych výdavkov

Keďže Nemecko patrí do Eurozóny, nemá svoju menovú politiku a stráca menové nástroje na ovplyvňovanie hospodárskej situácie v krajine. Preto sa snaží ekonomike krajiny

pomáhať pomocou fiškálnych stimulov, ktoré sú doménou vlády. Ako sme videli pri daňovej politike, Nemecko je krajina, ktorá použitím správnych reforiem v daňovej oblasti podporila hospodársky rast a vývoj kapitálových trhov. Ak sa pozrieme na vývoj vládnych výdavkov, môžeme povedať, že vládne výdavky sa pohybujú na úrovni okolo 50 % HDP. Výnimku tvorí polovica deväťdesiatych rokov 20.storočia, kedy sa vo vládnych výdavkoch prejavili zvýšené investície do hospodárstva. Ďalej sú to roky 2000 a 2007, kedy znížením výdavkov chcela vláda pomôcť upokojiť situáciu na trhoch a zastaviť prehrievanie ekonomiky. Naopak, v rokoch 2002 a 2010 sa vládne výdavky ako % HDP zvyšujú a podporujú tak ekonomiku v recesii. Nesmieme zabúdať však na to, že výška HDP ovplyvňuje aj výšku vládnych výdavkov. To môže byť aj dôvod, prečo % vládnych výdavkov vo vzťahu k HDP sa môže prudšie meniť.

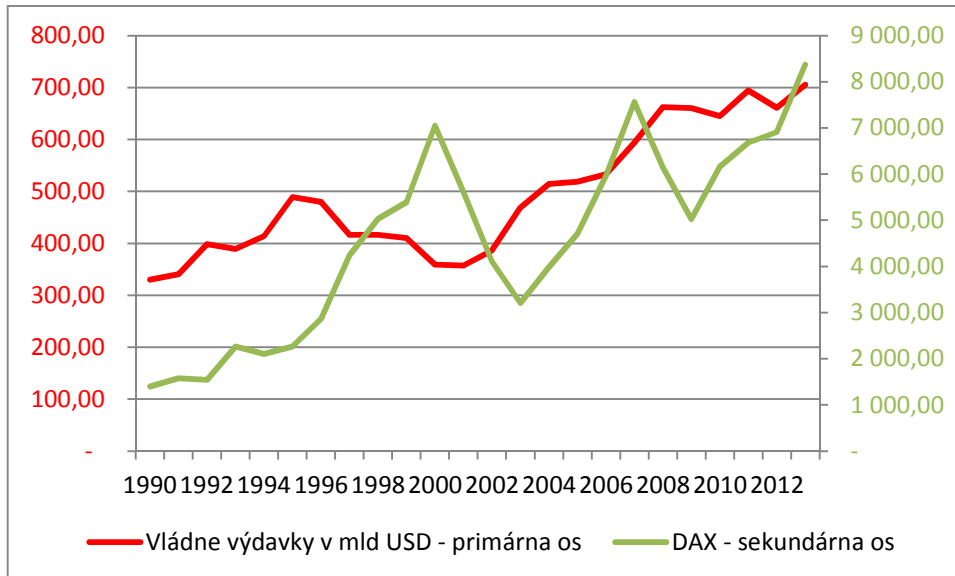
Tabuľka 20: Vývoj vládnych výdavkov v Nemecku od 1990 do 2013

rok	Vládne výdavky % HDP	rok	Vládne výdavky % HDP
1990	46,07	2002	47,90
1991	46,30	2003	48,50
1992	47,20	2004	47,10
1993	48,10	2005	46,90
1994	47,80	2006	45,30
1995	54,90	2007	43,50
1996	49,10	2008	44,10
1997	48,20	2009	48,30
1998	48,00	2010	47,20
1999	48,20	2011	44,60
2000	45,10	2012	44,20
2001	47,60	2013	44,30

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: tradingeconomic.com, finance.yahoo.com, data.worldbank.org

Ak by sme porovnali graf vývoja HDP a vládnych výdavkov v Nemecku, zistili by sme, že sú takmer totožné. Nemecko je známe svojou disciplínou a presnosťou a aj napriek zadlženosti si vláda sleduje svoje výdavky. Ak teda hovoríme o tom, že zvyšovaním výdavkov vláda podporuje akciové trhy a naopak, ich znižovaním akciové trhy utlmuje, Nemecko je takýmto príkladom. Z vývoja akciového indexu DAX a vládnych výdavkov je zrejmé, že s rastom vládnych výdavkov sa Nemecká vláda snaží podporiť ekonomiku aj akciové trhy. Vidíme to v rokoch 1996, 2003 aj 2008, keď index padal po prepuknutí finančnej krízy.

Graf 39: Vývoj vládných výdavkov v Nemecku a indexu DAX od 1990 do 2013



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: data.worldbank.org, finance.yahoo.com

Naopak, pri prudkom raste akciových indexov sa znížením vládných výdavkov vláda snaží spomaliť prehrievanie ekonomiky a stlmiť tak následný pád indexu a spomalenie rastu. túto situáciu môžeme vidieť najmä v roku 1998, 2006, ale aj v roku 2012, keď index začal opätovne prudšie rásť.

5 Diskusia

V predchádzajúcej kapitole sme na základe grafickej analýzy popísali vývoj vybraných faktorov s príslušnými akciovými trhmi. Vzhľadom na výsledky tejto časti práce sme sa rozhodli rozdeliť sledované obdobie na dve časti. Kým 1.obdobie je charakterizované pomerne stálym hospodárskym rastom, 2.obdobie je sprevádzané ekonomickou nestabilitou. Následne sme urobili korelácie vybraných fundamentov a akciových indexov celého sledovaného obdobia, ako aj oboch období samostatne.

5.1 Korelácie vybraných faktorov a akciových indexov

5.1.1 USA

V nasledujúcej tabuľke môžeme vidieť korelácie jednotlivých fundamentálnych faktorov s americkým akciovým indexom S&P 500. V prvom riadku sú korelácie za celé skúmané obdobie. V druhom riadku sú uvedené korelácie prvej polovice sledovaného obdobia, označíme si ich číslom 1 a v treťom riadku sú uvedené korelácie druhej polovice skúmaného obdobia, označíme si ich číslom 2. Pre prehľadnosť budeme toto označenie používať aj pri spracovaní ostatných záverov. Pre zrozumiteľnosť záverov, vyplývajúcich z grafickej a korelačnej analýzy, ich uvádzame postupne v odsekoch.

Tabuľka 21: Korelácie jednotlivých faktorov s akciovým indexom S&P

Korelácia	časové obdobie	HDP	M2	Úroková sadzba	Inflácia	Dane	Vládne výdavky
S&P500	1982 - 2013	0,90335	0,8548	-0,7050	-0,5038	-0,5499	0,8255
	1982 - 1997	0,94999	0,8988	-0,6526	-0,5204	-0,6618	0,9188
	1998 - 2013	0,39015	0,4263	0,1320	0,2589	-	0,2523

Zdroj: Vlastné výpočty na základe údajov z predchádzajúcich grafov

HDP a S&P 500:

1.obdobie je v prípade HDP charakterizované silnou pozitívnou koreláciou, ktorá ovplyvňuje aj koreláciu celého sledovaného obdobia, čo znamená, že medzi sledovanými veličinami je silná závislosť.

V 2.období je korelácia iba mierna, čím sa stráca spojitosť medzi vývojom reálnej ekonomiky a akciovým trhom. Keďže HDP ako štatistický ukazovateľ v súčasnosti nezodpovedá štruktúre ekonomiky, USA pristúpilo k novej metodike výpočtu HDP, podľa ktorej sa do ukazovateľa budú započítavať príjmy napr. z filmového priemyslu, vedy a výskumu, tieňovej ekonomiky, ktoré pozitívne ovplyvnia tento ukazovateľ.

M2 a S&P 500:

1.obdobie je typické silnou pozitívnou koreláciou, čo zodpovedá aj teóriám a poukazuje na silnú vzájomnú závislosť medzi peňažnou ponukou a akciovým trhom.

Počas 2.obdobia je korelácia stredná, čo hovorí o tom, že zvýšenie peňažnej zásoby iba čiastočne mohlo ovplyvniť rast akciového indexu a to aj napriek trom kolám kvantitatívneho uvoľňovania.

Úroková sadzba a S&P 500:

V rámci 1.obdobia vidíme výraznú negatívnu koreláciu, ktorá nám hovorí, že fundamenty sa navzájom negatívne ovplyvňujú, čo môže znamenať, že znižovanie úrokových sadzieb vedie k podpore akciového trhu. Táto výrazná korelácia ovplyvňuje celé sledované obdobie.

2.obdobie prekvapuje miernou pozitívnou koreláciou, ktorá hovorí o tom, že zmena úrokových sadzieb na akciový trh v tomto období nepôsobí. Diskutabilný je aj prínos poklesu úrokovej sadzby pre ekonomiku. Nízke sadzby nevytvárajú očakávané inflačné tlaky a spolu so zvyšovaním peňažnej ponuky môžu podporovať vznik bublín na akciových trhoch.

Inflácia a S&P 500:

Stredná negatívna korelácia počas 1.obdobia potvrdzuje strednú závislosť medzi fundamentami a poukazuje na to, že rast inflácie môže spôsobovať mierny pokles indexu.

Počas 2.obdobia však korelačný koeficient nepotvrdzuje významnú závislosť medzi týmito dvoma veličinami. Napriek zvyšovaniu objemu peňazí a znižovaniu úrokových sadzieb nenastúpil očakávaný rast inflácie.

Dane a S&P 500:

Stredná negatívna korelácia v 1.období hovorí o tom, že znižovanie daní môže priaznivo pôsobiť na rast akciového indexu.

Keďže počas 2.obdobia sa výška daní nemenila, nie je možné určiť vzájomnú závislosť medzi týmito dvoma ukazovateľmi.

Vládne výdavky a S&P 500:

Vládne výdavky v 1.období sú silne pozitívne korelované s akciovým trhom, čiže medzi vládnymi výdavkami a akciovým indexom je silná závislosť.

2.obdobie však túto závislosť nepotvrdzuje. Počas tohto obdobia výška vládných výdavkov a akciový trh vykazujú len miernu vzájomnú závislosť.

Ako môžeme vidieť, grafická aj korelačná analýza nám potvrdili, že kým počas obdobia 1982 – 1997 sa zmeny fundamentálnych faktorov v USA prejavovali na akciových trhoch podľa očakávania a potvrdzovali tak teoretické východiská, obdobie rokov 1998 – 2013 vykazuje, že napriek výrazným zmenám v monetárnej politike sú dopady na akciový trh minimálne. Výnimku tvorí iba peňažná zásoba, ktorej výška mohla čiastočne ovplyvniť akciový trh. Treba však poznamenať, že v tomto prípade bol použitý nekonvenčný menový nástroj.

5.1.2 Japonsko

V nasledujúcej tabuľke uvádzame korelačné koeficienty jednotlivých fundamentov v Japonsku a akciového indexu Nikkei 225. Ako môžeme vidieť, korelácie celého sledovaného obdobia vykazujú presne opačné výsledky, ako by sme očakávali. Jednotlivé obdobia si postupne teraz zosumarizujeme.

Tabuľka 22: Korelácie jednotlivých faktorov s akciovým indexom Nikkei 225

korelácia	časové obdobie	HDP	M2	Úroková sadzba	Inflácia	Dane	Vládne výdavky
Nikkei 225	1982 - 2013	-0,1201	-0,0766	0,3195	0,3869	0,3871	-0,3421
	1982 - 1997	0,4361	0,4545	-0,2037	-0,0256	-0,3930	0,3395
	1998 - 2013	-0,4647	0,3911	0,4753	0,2767	0,0970	-0,5600

Zdroj: Vlastné výpočty na základe údajov z predchádzajúcich grafov

HDP a Nikkei 225:

V 1.období sa prejavuje stredná pozitívna korelácia, čo znamená, že medzi rastom HDP a rastom akciového trhu je stredná závislosť.

V 2.období však nastáva opačná situácia. Stredná negatívna korelácia naznačuje, že rast HDP mierne ovplyvňuje akciový trh opačným smerom.

M2 a Nikkei 225:

Počas 1.obdobia je peňažná ponuka stredne pozitívne korelovaná s indexom Nikkei 225, čo hovorí o strednej pozitívnej závislosti medzi sledovanými veličinami.

V 2.období vidíme síce o niečo nižšiu, ale tiež pozitívnu koreláciu. Táto závislosť je však slabá.

Na základe korelačného koeficienta môžeme konštatovať, že rast peňažného agregátu M2 môže pozitívne ovplyvňovať akciový trh. Závislosť medzi týmito ukazovateľmi je však mierna až slabá. Nesmieme zabudnúť ani na to, že Japonsko dlhodobo používa extrémne uvoľnenú menovú politiku.

Úroková sadzba Nikkei 225:

1.obdobie je charakterizované miernou negatívnou koreláciou, čo nám hovorí, že zníženie úrokovej sadzby len veľmi mierne môže ovplyvňovať akciový index.

V 2.období sa prejavila pozitívna korelácia, ktorá naznačuje, že ak centrálna banka znížila úrokovú sadzbu, tento stimul nepôsobil pozitívne na akciový trh.

Inflácia a Nikkei 225:

Počas 1.obdobia sa neukazuje závislosť medzi infláciou a akciovým trhom.

V 2.období sa medzi týmito dvoma ukazovateľmi ukázala mierna pozitívna korelácia, čo znamená, že rast inflácie spôsobuje mierny rast akciového trhu a naopak. Tento jav môže byť spôsobený veľmi nízkou infláciou až defláciou, s ktorou má japonská ekonomika dlhodobé problémy. Vzhľadom na túto skutočnosť sa BoJ zamerala na refláciu a reflačné ciele, čo znamená zvyšovať infláciu na určitú úroveň a udržiavať ju pomocou zvyšovania cenovej hladiny a zároveň aj zvyšovaním peňažnej zásoby.

Dane a Nikkei 225:

Podľa korelačného koeficientu v 1.období môžeme hovoriť o miernej závislosti medzi výškou daní a akciovým trhom, čiže znižovanie daní iba mierne ovplyvnilo rast akciového indexu.

V 2.období sa neprejavuje takmer žiadna závislosť týchto dvoch indikátorov

Vládne výdavky a Nikkei 225:

V 1.období korelačný koeficient poukazuje na to, že rast vládnych výdavkov mohol iba mierne ovplyvniť rast akciového trhu .

V 2.období sa však prejavuje stredná negatívna korelácia, čo znamená, že rast jednej veličiny je sprevádzaný poklesom druhej veličiny, čiže rast vládnych výdavkov môže spôsobiť pokles indexu Nikkei 225

Táto situácia môže byť spôsobená zvýšenými výdavkami vlády plynúcimi najmä do štátneho sektora. V neposlednom rade aj prírodná katastrofa, ktorá zničila jadrovú elektrárňu Fukušima, si vyžiadala zvýšenie vládnych výdavkov na obnovu zničeného územia.

Vzhľadom na uvedené skutočnosti môžeme konštatovať, že počas prvého sledovaného obdobia v rokoch 1982 – 1997 sa menové a fiškálne stimuly ukázali v japonskej ekonomike ako málo efektívne. V druhej časti sledovaného obdobia v rokoch 1998 – 2013 však poukazujú na to, že ich použitie vyvoláva opačné efekty, ako sa očakávalo. Výnimku tvoria iba dane, ktorých zmena nepôsobí na akciový trh a peňažná zásoba, ktorej rast aj v 2.období

vykazuje iba čiastočný vplyv na akciový trh. Tento jav súvisí predovšetkým so špecifickosťou japonského hospodárstva. Je to pomerne uzatvorená ekonomika, kde export prevažuje nad importom. Ďalším problémom je výrazne nižšia domáca spotreba, ktorá súvisí s tradičným zmýšľaním obyvateľov. V čase recesie je ešte tento jav výraznejší a prejavuje sa aj vo výške domácich úspor.

Vysoký vládny dlh je vnútorný. Japonsko nakupuje vlastné dlhopisy, neponúka ich iným krajinám. Naopak nakupuje vládne dlhopisy iných štátov, napr. USA alebo dlhopisy Eurovalu. Výnosy z vlastníctva týchto dlhopisov Japonsku pomáhajú financovať vlastné výdavky.

Japonsko nemá takmer žiadne nerastné bohatstvo, čím je závislé na dovoze komodít. Preto rast komoditných trhov tiež vytvára tlak na japonskú ekonomiku.

5.1.3 Veľká Británia

V nasledujúcej tabuľke vidíme vzájomné korelácie akciového trhu a vybraných fundamentov. Korelačné koeficienty celého sledovaného obdobia nám hovoria, že akciové trhy reagujú na zmeny jednotlivých fundamentov podľa teoretických očakávaní. Následne si rozoberieme jednotlivé obdobia.

Tabuľka 23: Korelácie jednotlivých faktorov s akciovým indexom FTSE 100

Korelácia	časové obdobie	HDP	M2	Úroková sadzba	Inflácia	Dane	Vládne výdavky
FTSE 100	1982 - 2013	0,8205	0,7671	-0,7514	-0,6465	-0,8068	0,7322
	1982 - 1997	0,8935	0,8848	-0,6337	-0,6158	-0,7999	0,8562
	1998 - 2013	0,0869	0,0682	0,1882	0,1889	-0,1818	-0,1275

Zdroj: Vlastné výpočty na základe údajov z predchádzajúcich grafov

Rozbor jednotlivých fundamentov v rámci určených období je v prípade Veľkej Británie veľmi jednoduchý:

V rámci 1.obdobia sa ukazuje výrazná závislosť medzi akciovým trhom jednotlivými fundamentami. Pri HDP, M2 a vládnych výdavkoch je to pozitívna korelácia, čo znamená, že rast týchto fundamentov podporuje rast akciového trhu. V prípade úrokových sadziieb, inflácie a daní je korelácia negatívna, čo potvrdzuje, že pokles týchto indikátorov skutočne podporuje rast akciového trhu.

V prípade 2.obdobia môžeme konštatovať, že ani jeden z indikátorov nevykazuje korelačnú závislosť s akciovým trhom, čo hovorí o tom, že na ani jeden z menových či fiškálnych stimulov akciový trh významne nezareagoval. Nízka hodnota korelačných koeficientov však môže byť spôsobená aj vysokou volatilitou akciového indexu, ktorého rasty

striedajú pády v pomerne krátkych časových úsekoch. Osobitne však spomenieme dane, ktoré sa v tomto období veľmi nemenili, čo mohlo spôsobiť taký nízky korelačný koeficient.

Veľká Británia je špecifickým príkladom, ako výrazná závislosť jedného obdobia dokáže korelačne ovplyvniť nízku závislosť druhého obdobia, pokiaľ chceme určiť výšku korelačného koeficientu za celé obdobie. Hoci s týmto javom sa stretávame pri všetkých vybraných krajinách, u Veľkej Británie je tento jav najvýraznejší.

5.1.4 Eurozóna

Vzhľadom na to, že Eurozóna vznikla v roku 1999, ktorý v našej analýze spadá do 2.obdobia, pre výpočet korelácie sme toto obdobie už nedelili. Eurozóna je špecifická tým, že vznikla v období, kedy sa na akciovom trhu nafukovala IT bublina. Po jej prasknutí sa aj Euro STOXX 50 prepadol, tak ako iné indexy a Eurozóna takmer hneď po svojom vzniku musela riešiť problém recesie. Nasledujúca tabuľka nám ukazuje reakciu akciového trhu na jednotlivé menové stimuly.

Tabuľka 24: Korelácia menových faktorov s akciovým indexom Euro STOXX 50

Korelácia	časové obdobie	M3	Úroková sadzba	Inflácia
Euro STOXX 50	1999 - 2013	-0,5083	0,7313	0,1174

Zdroj: Vlastné výpočty na základe údajov z predchádzajúcich grafov

M3 a Euro STOXX 50:

Korelačný koeficient týchto dvoch faktorov poukazuje na to, že s rastom peňažnej zásoby v Eurozóne, akciový index zaznamená pokles. Ak sa pozrieme na grafickú analýzu zisťujeme, že negatívnu koreláciu v tomto prípade mohlo spôsobiť prasknutie bublín na akciovom trhu a následný hlboký prepád po prepuknutí krízy v roku 2007, z ktorého sa akciový trh ešte nespamätal

Úroková sadzba a Euro STOXX 50:

Úroková sadzba je s akciovým indexom výrazne pozitívne korelovaná, čo v tomto prípade vedie k záveru, že znižovanie sadzby má na akciový index skôr negatívny dopad a vedie k jeho zníženiu a naopak. Napriek tomu, že v krátkodobom horizonte môžeme konštatovať, že akciový trh zareaguje na zníženie úrokovej sadzby rastom, podľa výsledkov korelácie sa počas sledovaného obdobia tento menový stimul v prípade indexu Euro STOXX 50 neosvedčil.

Inflácia a EuroSTOXX 50:

Ak sa pozrieme na výšku korelačného koeficientu medzi infláciou a akciovým indexom, môžeme konštatovať, že závislosť medzi týmito dvoma veličinami sa nepotvrdila. Vzhľadom na inflačné cielenie ECB je tento jav prirodzený.

Problémom však aj v Eurozóne, podobne ako v ostatných krajinách, ostáva nízka inflácia a deflácia. Aj v tomto prípade sa hovorí o reflácii, ktorá by mala zvýšiť a udržať infláciu na určenej úrovni. Zatiaľ však nie je jasné, akým spôsobom a či vôbec chce centrálna banka k tomuto kroku pristúpiť. Eurozóna je totiž zoskupenie ekonomík, ktoré nemajú rovnakú úroveň vyspelosti a hoci majú spoločnú menovú politiku, fiškálna je v rukách jednotlivých vlád. Ako bude ECB v tomto prípade postupovať, ukáže vývoj inflácie v nasledujúcich mesiacoch.

5.1.5 Nemecko

Nemecko má v rámci Eurozóny ekonomické prvenstvo. Hoci menovú politiku riadi ECB, fiškálna politika je v rukách nemeckej vlády. V nasledujúcej tabuľke môžeme vidieť korelácie HDP a fiškálnych indikátorov s akciovým indexom DAX 30.

Tabuľka 25: Korelácia HDP a fiškálnych faktorov s akciovým indexom DAX 50

Korelácia	časové obdobie	HDP	Dane	Vládne výdavky
DAX 30	1990 - 2013	0,6727	-0,7474	0,6486

Zdroj: Vlastné výpočty na základe údajov z predchádzajúcich grafov

Čo sa týka Nemecka, všetky tri fundamenty vykazujú výraznú závislosť s akciovým trhom počas sledovaného obdobia. Rast HDP, vládnych výdavkov a pokles daní vyvoláva rast akciového trhu. Významné postavenie v rámci sledovaných indikátorov má práve daňová politika Nemecka, ktorá prešla za posledné obdobie výraznými daňovými reformami, ktoré sa odzrkadľujú v hospodárstve krajiny a aj na akciových trhoch.

5.2 Komparácia závislosti jednotlivých fundamentov a akciových trhov

Súčasťou tejto podkapitoly je porovnanie výsledkov korelácií so všeobecnými teóriami o závislostiach medzi akciovým trhom a vybranými faktormi makroekonomickej politiky. Pripomeňme si, že závislosť vyššiu ako 0,6 a nižšiu ako -0,6 pokladáme za výraznú až silnú. Hoci popisujeme aj závislosť nižšiu ako 0,5 a vyššiu ako -0,5, z nášho pohľadu je nevýznamná. Môže byť totiž spôsobená pôsobením iných faktorov, alebo výnimočnými

zásahmi do makroekonomickej politiky, či špekuláciami na akciových trhoch. V nasledujúcej tabuľke sme zosumarizovali výsledky korelácií. V tejto časti sa venujeme už len analýze prvého obdobia, ktoré je z väčšej časti sprevádzané hospodárskym rastom a druhého obdobia, ktoré je charakterizované ekonomickou nestabilitou. Cieľom tohto porovnania je poukázať na to, že v stabilnom období sa akciové trhy správajú inak ako v nestabilnom a inak reagujú na impulzy vlády a centrálnej banky.

Tabuľka 26: Korelácie jednotlivých indexov s vybranými makroekonomickými ukazovateľmi

Krajina, index		časové obdobie	HDP	M2, M3	Úroková sadzba	Inflácia	Dane	Vládne výdavky
USA S&P500	1. obdobie	1982 - 1997	0,9500	0,8988	-0,6526	-0,5204	-0,6618	0,9188
	2. obdobie	1998 - 2013	0,3901	0,4263	0,1320	0,2589	-	0,2523
Japonsko Nikkei 225	1. obdobie	1982 - 1997	0,4361	0,4545	-0,2037	-0,0256	-0,3930	0,3395
	2. obdobie	1998 - 2013	-0,4647	0,3911	0,4753	0,2767	0,0970	-0,5600
Veľká Británia FTSE 100	1. obdobie	1982 - 1997	0,8935	0,8848	-0,6337	-0,6158	-0,7999	0,8562
	2. obdobie	1998 - 2013	0,0869	0,0682	0,1882	0,1889	-0,1818	-0,1275
Eurozóna Euro STOXX 50	2. obdobie	1999 - 2013		-0,5083	0,7313	0,1174		
Nemecko DAX 30	2. obdobie	1990 - 2013	0,6727				-0,7474	0,6486

Zdroj: Vlastné výpočty na základe údajov z predchádzajúcich grafov

Hrubý domáci produkt a akciové trhy

Rast HDP je vo všeobecnosti spájaný s rastom akciových trhov a je známkou, že ekonomika krajiny prosperuje. „Z hľadiska investora je hospodársky rast priaznivý, pretože má za následok vyššie zisky podnikov, a teda aj rast akciových kurzov.“⁵⁶ Túto skutočnosť môžeme potvrdiť počas 1.obdobia, kedy všetky korelačné koeficienty sú kladné. V prípade USA a Veľkej Británie je táto závislosť výrazná, čo znamená, že s rastom jednej veličiny je spojený rast druhej veličiny. V prípade Japonska je táto závislosť mierna. V 2.období však vidíme zmenu. V USA je táto závislosť mierna, korelačný koeficient vo Veľkej Británii závislosť nepotvrdil. Korelácia HDP a akciového indexu v Japonsku potvrdzuje negatívnu

⁵⁶ Kohout, P. 2010: *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. Grada publishing. Praha. 2010. 296 s. ISBN 978-80-247-3315-9. Str. 87

závislosť, čo znamená, že rast jedného fundamentu spôsobuje pokles druhého fundamentu. Iba v Nemecku sa v 2 období udržala výrazná pozitívna závislosť.

Peňažná ponuka a akciové trhy

Ak sa zvyšuje peňažná ponuka, kurzy akcií by tiež mali zaznamenávať rast. To znamená, že koeficient korelácie je kladný a vyjadruje pozitívnu závislosť. V tomto očakávaní centrálna banka počas krízy a recesie využíva tento nástroj menovej politiky na podporu ekonomiky a trhov. „Rast peňažnej ponuky najskôr podnetí investorov nakupovať viac dlhopisov, čo vedie k rastu ich kurzov. Rast kurzov dlhopisov sa prejavuje v poklese výnosových mier z dlhových inštrumentov a v zvyšovaní atraktivity ich substitútov – akcií. Zvýšený dopyt po akciových inštrumentoch potom spôsobuje rast ich cien.“⁵⁷ Korelácie peňažnej ponuky a akciových indexov nám v 1.období túto skutočnosť potvrdzujú v USA a Veľkej Británii. V Japonsku sa táto závislosť ukazuje ako slabá a vzhľadom na iné faktory pôsobiace na akciový trh, štatisticky nevýznamná. V 2. Období sa však situácia mení. Ani v jednej zo sledovaných krajín sa významná závislosť týchto veličín nepotvrdila. V USA a Japonsku nám korelačný koeficient poukazuje na slabú až miernu závislosť sledovaných veličín. V prípade Veľkej Británie sa závislosť nepotvrdila a indikátory v Eurozóne vykazujú strednú negatívnu závislosť. To znamená, že pokles jednej veličiny je sprevádzaný rastom druhej.

Úrokové sadzby a akciové trhy

Ak centrálna banka zvyšuje úrokové sadzby, hovoríme o tom, že používa politiku ťažko dostupných peňazí. Ako nástroj menovej politiky je však zvyšovanie úrokových sadziieb sprevádzané opatrnosťou investorov na akciových trhoch. Vo všeobecnosti môžeme konštatovať, že rast úrokových sadziieb spôsobuje pokles akciových kurzov a naopak. „...nižšie úrokové sadzby podporia investičnú aktivitu spoločností a ich zisky. Vyššie zisky spoločností potom majú pozitívny vplyv na akciové kurzy.“⁵⁸ Z tohto dôvodu očakávame, že korelačný koeficient bude záporný a nižší ako -0,5. Táto skutočnosť sa v 1.období prejavila iba v USA a Veľkej Británii. Koeficient sledovaných veličín v Japonsku poukazuje na slabú závislosť. V 2.období je však korelačný koeficient týchto veličín vo všetkých krajinách pozitívny, to znamená, že rast jednej veličiny je sprevádzaný rastom druhej veličiny. Kým v USA, Japonsku a Veľkej Británii je to slabá až mierna závislosť, v Eurozóne sa táto závislosť javí ako výrazná, čo nezodpovedá očakávaniam.

⁵⁷ Musílek, P. 2010: *Trhy cenných papírů*. Ekopress. Praha. 2010. ISBN 978-80-86929-70-5. Str. 339

⁵⁸ Tamtiež

Inflácia a akciové trhy

Hoci inflácia má nepriamy vplyv na akciové trhy, jej výška ovplyvňuje aj celé hospodárstvo krajiny. Ak inflácia rastie, spomaľuje sa ekonomický rast a akciové trhy klesajú. „Mnohé výskumy spojené s dlhodobým sledovaním výnosov akcií a inflácie vedú k tomu, že akcie nedokázali udržať tempo s rastom inflácie a výnosová miera akcií je s infláciou korelovaná negatívne.“⁵⁹ Túto skutočnosť dokazuje korelácia jednotlivých krajín počas 1.obdobia. V prípade USA a Veľkej Británie je korelácia stredná až silná, v prípade Japonska sa závislosť nepotvrdila. V 2.období sa však situácia zmenila. Vo všetkých krajinách je korelácia inflácie a akciových indexov pozitívna a slabá. Nemôžeme preto hovoriť o vzájomnej závislosti. Ako sme už spomínali v predchádzajúcich častiach práce, vzhľadom na cieľ centrálnych bánk, ktorým je inflačné cielenie, nie je jednoduché hovoriť o závislosti medzi sledovanými veličinami.

Daňová politika a akciové trhy

Dane sú najvýznamnejšou časťou príjmov štátneho rozpočtu. Zmenou výšky daní sa vláda snaží získať prostriedky, ale aj podporiť ekonomiku krajiny. „Pokiaľ sa zvýšia daňové sadzby, akciové trhy na to reagujú poklesom a naopak.“⁶⁰ To znamená, že korelačný koeficient by mal byť záporný, čo vidíme v 1.období vo všetkých vybraných krajinách. V 2.období sa táto negatívna závislosť prejavila iba v Nemecku. Vo Veľkej Británii je závislosť slabá a v Japonsku slabá pozitívna. Keďže v USA sa počas 2.obdobia dane z príjmu právnických osôb nemenili, z nášho pohľadu nebolo štatisticky významné počítat závislosť zmeny jednej veličiny od druhej.

Vládne výdavky a akciové trhy

Zvyšovanie vládnych výdavkov znamená okrem iného aj podporovanie výroby a obchodu. Štátne zákazky sú lukratívne a ide väčšinou o vysoké finančné čiastky. Preto na ne trhy reagujú rastom. „Pozitívny vplyv vládnych výdavkov na kurz akcií sa môže prejavíť najmä vtedy, keď sú výdavky nasmerované vo forme štátnych objednávok na nákup tovarov a služieb spoločností, čím sa zvyšujú ich zisky, ako aj ceny akcií na trhu.“⁶¹ Túto skutočnosť potvrdzujú korelačné koeficienty v USA a Veľkej Británii počas 1.obdobia, kedy je táto

⁵⁹ Chovancová, B. a kol. 2014: Finančné trhy. Nástroje a transakcie. Wolters Kluwer, s.r.o. Bratislava. 2014. 649 s. ISBN 978-80-8168-006-9. Str. 470

⁶⁰ Baumöhl, E., Lyócsa, Š., Výrost, T. 2011: *Fundamentálna analýza akciových trhov*. Elfa. Košice. 2011. 293 s. ISBN 978-80-8086-191-6. Str. 23

⁶¹ Chovancová, B. a kol. 2014: Finančné trhy. Nástroje a transakcie. Wolters Kluwer, s.r.o. Bratislava. 2014. 649 s. ISBN 978-80-8168-006-9. Str. 463

závislosť silná. V Japonsku sa závislosť sledovaných veličín prejavila ako mierna. V 2.období sa závislosť medzi vládnymi výdavkami a akciovým indexom prejavila iba v Nemecku. V USA je slabá a vo Veľkej Británii a v Japonsku dokonca negatívna, čo znamená, že rast jedného faktora spôsobuje pokles druhého. V prípade vládných výdavkov v krízovom období to nie je až také výnimočné. Vládne výdavky sú totiž sprevádzané rastom štátneho dlhu. Ak sa krajina výrazne zadlžuje, nie je to dobrý signál pre investorov.

Ako môžeme pozorovať, v nestabilnom ekonomickom období sa neprejavuje závislosť medzi sledovanými veličinami tak, ako to vidíme v stabilnom období. Niekedy sú fundamenty korelované opačne ako by sme očakávali. Táto skutočnosť nám poukazuje na to, že v období kríz a recesií sú trhy viac náchylné na zmeny ostatných faktorov, niekedy aj takých, ktoré nedokážeme kvantifikovať. Jedným z nich je politická situácia, ale aj terorizmus, psychologické faktory, informácie či špekulácie na trhoch. Globalizácia ekonomík a finančných trhov okrem mnohých pozitív priniesla aj iné javy: zmena makroekonomickej politiky v jednej krajine môže ovplyvniť zmenu akciového trhu v krajine druhej. Z tohto pohľadu je potrebné jej analýzu vykonať oveľa hlbšie a podrobnejšie s prihliadnutím na ovplyvňovanie sa jednotlivých faktorov navzájom. Je to však veľmi rozsiahla téma, na ktorú rozsah tejto práce nepostačuje.

ZÁVER

Súčasný stav svetovej ekonomiky naznačuje, že je potrebné sa na tradičné prístupy podporovania ekonomiky a akciových trhov pozrieť novými očami. Keďže štandardné nástroje sa ukazujú ako málo efektívne, vlády jednotlivých krajín a ich centrálné banky sa v poslednom období snažia používať aj neštandardné. Jedným z nich je extrémne uvoľnená menová politika a s ňou súvisiace kvantitatívne uvoľňovanie. Ďalším je reflácia, ktorá je odpoveďou na problémy s nízkou infláciou a defláciou, hoci úrokové sadzby sú na minimálnych hodnotách a peňažná zásoba sa neustále zvyšuje.

Od druhej polovice 90. rokov sme svedkami neustálych menších či väčších kríz a recesií vo svete. Vzhľadom na globalizáciu, sa tieto problémy prenášajú takmer do všetkých ekonomík vyspelého sveta, ktoré na ne viac či menej reagujú. V poslednom období sme však svedkami najväčšej recesie po hospodárskej recesii v tridsiatych rokoch. Hypotekárna kríza, ktorá vypukla v roku 2007 v USA, sa takmer okamžite rozšírila do Európy a na významné trhy Ázie a pretransformovala sa na finančnú a postupne na dlhovú krízu.

Od prepuknutia krízy ubehlo už sedem rokov a ako môžeme konštatovať, takmer všetky riešenia, ktoré vlády a centrálné banky použili na obnovenie rastu hospodárstva, zlyhávajú.

Najväčší problém sa stále ukazuje vo finančnom sektore. Napriek zvyšovaniu peňazí v obehu, bankové a finančné inštitúcie sa stále boria s problémami a nedostatkom likvidity. Kapitálové trhy sa prejavujú volatílné a bubliny striedajú prepady. Vzhľadom na pokračujúcu recesiu vo svete je tento jav dôkazom, že na akciové trhy vplývajú prevažne iné faktory.

Cieľom našej práce bolo definovať vybrané makroekonomické faktory a mieru ich vplyvu na akciový trh. Pre nastolenie rôznych podmienok v ekonomikách sme si vybrali vyspelé krajiny z rôznych regiónov sveta a to USA, Japonsko, Veľkú Britániu, Eurozónu a Nemecko. Sledované obdobie sme si určili od roku 1982 do roku 2013. Toto obdobie sme si zvolili pre rozdielnosť hospodárskeho vývoja v jednotlivých jeho častiach. Počas tohto obdobia môžeme vidieť v ekonomikách stály vývoj poznačený hospodárskym rastom, ale aj obdobie charakteristické krízami, recesiami a ekonomickou nestabilitou.

Pre analýzu vplyvu sme si v prvom kroku zvolili grafickú analýzu, ktorá nám vo výsledkoch ukázala rôzne dopady fundamentálnych faktorov na akciový trh v jednotlivých častiach sledovaného obdobia. Vzhľadom na tieto výsledky sme sa počas korelačnej analýzy sústredili na koreláciu celého sledovaného obdobia, ale zároveň sme toto obdobie rozdelili na dve časti a vypočítali sme koreláciu jednotlivých fundamentov pre každé obdobie zvlášť. Ako

prelomový rok sme si určili rok 1998, kedy rozvoj IT technológií spôsobuje rýchlejší ekonomický rast, zároveň však vytvára bublinu na akciových trhoch. Podľa nás približne po tomto roku nastupuje nestabilné obdobie v ekonomike, ale aj na kapitálových trhoch.

USA je prvá krajina, ktorej sme sa v rámci analýzy venovali. Korelácia sledovaného obdobia nám vykazuje výraznú závislosť medzi makroekonomickými indikátormi a akciovým trhom. V prípade HDP je táto závislosť takmer úplná, pri inflácii a daniach je stredná. Ak však toto obdobie rozdelíme, zistíme, že v rokoch 1982 – 1997 je korelácia veľmi podobná koreláci celého sledovaného obdobia. V tomto období je závislosť medzi vývojom akciového trhu a makroekonomickou politikou taká výrazná, že dokázala ovplyvniť výsledky celého obdobia. Naopak počas rokov 1998 – 2013 sa ukazuje, že akciový trh na zmenu politiky nereaguje. Výnimku tvorí HDP a M2, kde nám vyšla stredná závislosť. Vzhľadom k tomu, že koeficient korelácie je menší ako 0,5, nemôžeme hovoriť o významnom vplyve týchto indikátorov na akciový trh.

Ako druhú krajinu sme analyzovali *Japonsko*, ktorého vývoj počas sledovaného obdobia je z väčšej časti sprevádzaný recesiou. Počas obdobia 1982 – 2013 nám korelácie jednotlivých ukazovateľov hovoria o veľmi nízkej a zároveň opačnej koreláci, ako by sme očakávali. Počas obdobia 1982 – 1997 sa u HDP, M2, daní a vládnych výdavkov ukazuje stredná závislosť. Keďže tieto hodnoty sú nižšie ako 0,5, nemôžeme hovoriť o tom, že zmena týchto faktorov významnejším spôsobom ovplyvňuje akciový trh. zmeny úrokovej sadzby a inflácie v tomto období nepôsobia na zmeny akciového indexu takmer vôbec. Počas rokov 1998 – 2013 taktiež nevidíme významnú závislosť medzi makroekonomickou politikou a akciovým trhom. Negatívna stredná korelácia HDP a indexu hovorí, že s rastom HDP akciový trh klesá. S rastom M2 a úrokovej sadzby rastie aj akciový trh. Keďže korelačné koeficienty týchto troch indikátorov nedosahujú hodnotu 0,5, nemôžeme ani v tomto prípade hovoriť o významnej závislosti. Zmeny inflácie nepôsobia na akciový trh skoro vôbec a zmena daní nemá naň žiadny vplyv. Iba vládne výdavky čiastočne ovplyvňujú akciový index aj to negatívne. To znamená, že s ich rastom akciový trh klesá.

Veľká Británia je prvá krajina Európy, ktorej sme sa v rámci analýzy venovali. Celé sledované obdobie 1982 – 2013 je charakteristické silnou závislosťou medzi akciovým trhom a makroekonomickou politikou zodpovedajúcou teóriám. Ak však obdobie rozdelíme, vidíme podobné anomálie ako pri USA. Počas prvého obdobia 1982 – 1997 je vzájomná závislosť ukazovateľov taká významná, že ovplyvňuje koreláciu celého sledovaného obdobia. Naopak, počas rokov 1998 – 2013 je závislosť nevýznamná, v prípade HDP a M2 nie je žiadna, to

znamená že v tomto období zmena makroekonomickej politiky nemala žiadny vplyv na akciový trh.

V rámci Európy sme sa pri analýze venovali aj Eurozóne a Nemecku. Počas sledovaného obdobia sme významnú závislosť medzi menovou politikou Eurozóny a akciovým trhom zaznamenali iba pri úrokovej sadze a aj to pozitívnu, čo znamená, že s poklesom úrokovej sadzby klesol aj akciový index. Agregát M3 ovplyvňoval index len stredne a aj to negatívne, čo hovorí o tom, že s rastom M3 akciový index klesá. Pri inflácii sa závislosť nepotvrdila. Fiškálnu politiku a HDP sme analyzovali na základe údajov Nemecka, ktoré je ekonomickým lídrom Eurozóny. Ako môžeme vidieť, u všetkých troch ukazovateľov sa nám za sledované obdobie ukazuje významná závislosť, ktorá korešponduje s teoretickými prístupmi. Rast HDP a vládnych výdavkov v Nemecku podporuje rast akciového trhu. Aj na pokles daní reaguje index rastom.

Po zosumarizovaní záverov môžeme konštatovať, že ak sa ekonomika nachádza v stabilnom období a období hospodárskeho rastu, akciový trh reaguje primerane na zmenu makroekonomickej politiky a jeho zmeny sú vo väčšine prípadov v súlade s očakávaniami. Tento záver nám potvrdzuje analýza ekonomík USA a Veľkej Británie v rokoch 1982 – 1997, kedy efektívnosť makroekonomickej politiky vo vzťahu k akciovému trhu je veľmi vysoká. Toto neplatí v prípade Japonska, kedy je závislosť mierna až stredná, čo je spôsobené špecifickosťou japonskej ekonomiky, ktorá sa viac prejavila po prasknutí hypotekárnej bubliny v roku 1989 a následnej dlhodobej recesii.

V obdobiach ekonomickej nestability, následných recesiách a bublinách na akciových trhoch je zmena makroekonomickej politiky neefektívna a má len obmedzený vplyv na zmenu akciových trhov. Tento záver nám potvrdzuje analýza ekonomík USA, Japonska, Veľkej Británie aj Eurozóny v rokoch 1998 – 2013. Výnimku z tohto záveru tvorí iba Nemecko, ktorého zmena fiškálnej politiky a HDP je vo vzťahu k akciovému trhu efektívna aj napriek recesii. Tento jav môže byť daný špecifickosťou nemeckej ekonomiky, ktorá je charakteristická precíznosťou, presnosťou a vysokou efektívnosťou pracovnej sily. Vplyv na túto skutočnosť môže mať aj skladba HDP, ktoré je takmer z tretiny tvorené priemyslom, čo je najviac zo všetkých skúmaných krajín. Finančné služby tvoria len niečo málo cez 4%. Veľkú úlohu v tomto období zohrala aj výrazná daňová reforma, ktorá Nemecku pomohla podporiť spoločnosti a výrobu.

Ako sme analýzou dokázali, v posledných rokoch zmena makroekonomickej politiky neprináša efektívnosť vo vzťahu k akciovému trhu. Miernu efektívnosť vykazuje iba zmena

menového agregátu, ktorá je však spojená s neštandardným menovým nástrojom, akým je kvantitatívne uvoľňovanie. Ako sme videli pri grafických analýzach, aj toto opatrenie funguje len krátkodobo a v mnohých prípadoch skôr predznamenáva rast akciového indexu do bubliny. Otázkou však zostáva, aké množstvo peňazí uvoľnené do ekonomiky, dokáže skutočne pomôcť akciovému trhu? V súčasnom technologickom svete je potrebné si uvedomiť, že tieto prostriedky sú uvoľňované virtuálne a nezodpovedná manipulácia s nimi môže viesť ku krachu celého systému.

Neefektivitu makroekonomických nástrojov môže spôsobiť aj ich preventívne používanie, ktoré časom prechádza do štandardného modelu. Príkladom tohto je FED, ktorý v roku 2001 preventívne znížil úrokovú sadzbu po teroristickom útoku na Svetové obchodné centrum, aby tak zabránil problémom na trhu. Hoci jeho predpoklad bol správny, od tohto roku sa úroková sadzba upravuje na základe odhadu, nie len na základe vývoja inflácie a ponuky peňazí, ako tomu bolo doteraz. Táto skutočnosť mohla spôsobiť, že investori prestali tomuto nástroju dôverovať a zníženie úrokovej sadzby môžu chápať ako predzvesť problémov v ekonomike a preto na ňu nereagujú.

Keďže štandardné nástroje nepomáhajú podporiť rast trhu, je namieste uvažovať, či je ich ďalšie použitie vhodné. Ak chceme dosiahnuť iný výsledok, je potrebné zmeniť prístup k problému. Posledné roky nám totiž ukazujú, že akciový trh vo väčšej miere ovplyvňujú ostatné faktory, ako tomu bolo doteraz, napr. politická situácia, prírodné katastrofy, tieňová ekonomika a samozrejme ľudský faktor. V tomto prípade sa stotožňujeme s Pavlom Kohoutom, ktorý hovorí: „Séria finančných kríz 2007 – 2010 bola ľudským dielom. Nie zlyhaním liberálneho, nekontrolovaného trhu. Už len preto, že v roku 2007 žiadny liberálny neregulovaný trh nikde na svete neexistoval. Hlavne neexistoval v Spojených štátoch a západnej Európe, kde sa kríza prejavila najviac. V konečnom dôsledku sú finančné trhy najviac kontrolované trhy na svete, takže ako sa ukázalo, kvalita kontroly bola problematická.“⁶²

Aj prírodné katastrofy znamenajú nápor na ekonomiku krajiny. Klimatické zmeny vyvolávajú čoraz častejšie prírodné úkazy, ktoré neboli tak časté, prípadne sa v určitých častiach sveta vôbec nevyskytovali. Ako príklad môžeme uviesť vlnu tsunami, ktorá v Japonsku poškodila jadrovú elektrárňu Fukušima a zničila tri prefektúry. Výška škody sa

⁶² Kohout, P. 2010: *Finance po krízi*. Grada publishing. Praha. 2010. 266 s. ISBN 978-80-247-3583-2. Str. 255

odhadovala na percentá HDP a zvýšené vládne výdavky smerovali na odstraňovanie škôd. Automobilový a elektrotechnický priemysel zastavil výrobu a akciový index sa prepadol.

Ako vidíme, vybrané makroekonomické faktory v súčasnosti strácajú moc ovplyvňovať vývoj na akciovom trhu. A preto je potrebné zmeniť prístup k týmto faktorom a definovať nové indikátory, ktoré skutočne vplyvajú na kurzy akcií. Taktiež sa ukazujú potrebné zmeny vo finančnom sektore, spôsobe investovania a kontroly, čo nie je jednoduché. IT technológie totiž poskytujú mnohé možnosti investovania a obchodovania hlavne vo virtuálnej podobe, čo sa časom môže na trhu prejaviť neúmernou volatilitou a krachom. Ak však nezvolíme nové spôsoby riešenia súčasnej situácie, nemôžeme očakávať, že výsledky budú iné ako doteraz.

Literatúra:

- Baumöhl, E., Lyócsa, Š., Výrost, T. 2011: *Fundamentálna analýza akciových trhov*. Elfa. Košice. 2011. 293 s. ISBN 978-80-8086-191-6
- Boeckh, J. A. 2010: *The Great Reflation: How Investors Can Profit from the New World of Money*. John Wiley & Sons. New Jersey. 2010. 336 s. ISBN 978-0-470-53877-7
- Boeckh, J. A. 2012: *Velké oživení: Jak mohou investoři vydělat v novém světě peněz*. GRADA Publishing. Praha. 2012. 318 s. ISBN 978-80-247-4170-3
- Buch, C. M. 2004: *Globalization of Financial Markets: Causes of Incomplete Integration and Consequences for Economic Policy*. Springer-Verlag. Berlin. 2004. 249 s. ISBN 3-540-40637-9
- Glova, J. 2010: *Analýza portfólia*. Technická Univerzita v Košiciach. Košice. 2010. 298 s. ISBN 978-80-553-0521-9
- Graham, B. 2007: *Inteligentní investor*. Grada publishing. Praha. 2007. 504 s. ISBN 978-80-247-1792-0
- Chovancová, B. a kol. 2014: *Finančné trhy. Nástroje a transakcie*. Wolters Kluwer, s.r.o. Bratislava. 2014. 649 s. ISBN 978-80-8168-006-9
- Chovancová, B. a kol. 2006: *Finančný trh: nástroje, transakcie, inštitúcie*. Iura Edition. Bratislava. 2006. 611 s. ISBN 80-8078-089-7
- Jílek, J. 2008: *Finanční trhy a investování*. Grada publishing. Praha. 2008. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4
- Jílek, J. 2009: *Akciové trhy a investování*. Grada publishing. Praha. 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3
- Kelly, J. 2010: *The Neatest Little Guide to Stock Market Investing*. Plume, Penguin Group. New York. 2010. 288 s. ISBN 978-1-101-22281-2
- Kohout, P. 2010: *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. Grada publishing. Praha. 2010. 296 s. ISBN 978-80-247-3315-9
- Kohout, P. 2010: *Finance po krizi*. Grada publishing. Praha. 2010. 266 s. ISBN 978-80-247-3583-2
- Krugman, P. 2009: *Návrat ekonomické krize*. Vyšehrad. Praha. 2009. 168 s. ISBN 978-80-7021-984-3

- Langdana, F. 2010: *Macroeconomic Policy: Demystifying Monetary and Fiscal Policy*. Springer. New York. 2010. 20 s. ISBN 978-1-4419-4596-9
- Mankiw, G., Ball, L. 2010: *Macroeconomics and the Financial System*. Worth Publishers. New York. 2010. 601 s. ISBN 978-1-4292-5367-3
- Mishkin, F. 2009: *Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Addison Wesley. Boston. 2009. 768 s. ISBN 978-0-3215-9988-9
- Musílek, P. 2010: *Trhy cenných papírů*. Ekopress. Praha. 2010. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5
- Pacáková, V. a kol. 2003: *Štatistika pre ekonómov*. Iura Edition. Bratislava. 2003. 344 s. ISBN 80-89047-74-2
- Polouček, s. a kol. 2010: *Peniaze, banky, finančné trhy*. Iura Edition. Bratislava. 2010. 476 s. ISBN 978-80-8078-305-1
- Rejnuš, O. 2011: *Finanční trhy*. Key publishing. Ostrava. 2011. 690 s. ISBN 978-80-7418-128-3
- Siegel, J. 2011: *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. GRADA Publishing. Praha. 2011. 295 s. ISBN 978-80-247-3860-4
- Siegel, J. 2007: *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns & Long Term Investment Strategies*. McGraw – Hill. New York. 2007. 380 s. ISBN 978-0-07-149470-0
- Sincere, M. 2004: *Understanding Stocks*. McGraw – Hill Companies. New York. 2004. 180 s. ISBN 0-07-140913-0
- Tanzi, V. 2011: *Government versus Markets: The Changing Economic Role of the State*. Cambridge University Press. New York. 2011. 390 s. ISBN 978-1-107-09653-0
- Thomsett, M. 2007: *The Stock Investor's Pocket Calculator*. Amacom. New York. 2007. 272 s. ISBN 978-0-8144-7460-0
- Thomsett, M. 2011: *Getting Started in Stock Investing and Trading*. John Wiley & Sons. New Jersey. 2011. 232 s. ISBN 978-0-470-88077-6
- Veselá, J. 2003: *Analýzy trhů cenných papírů. Díl II.: Fundamentální analýza*. Oeconomica. Praha. 2003. 362 s. ISBN 80-245-0506-1
- Wiedmann, M. 2011: *Money, Stock Prices and Central Bank: A Cointegrated VAR Analysis*. Physica-Verlag. Berlin. 2011. 430 s. ISBN 978-3-7908-2647-3

Články:

Árendáš, P. 2013: *Dopad dlhovej krízy na európske akciové trhy*. In Ekonomická teória a ekonomická realita : zborník príspevkov 4. ročníka medzinárodnej vedeckej konferencie. 8. november 2013 Bratislava. Vydavateľstvo EKONÓM. Bratislava. 2013. ISBN 978-80-225-3712-4

Gachová, K. 2013: *Kvantitatívne uvoľňovanie a jeho vplyv na akciový trh USA*. In Globálna hospodárska a finančná kríza – quo vadis? Elektronický recenzovaný slovník: vedecký seminár Katedry bankovníctva a medzinárodných financií: 4. júla 2013. Fin Star. Bratislava. 2013. ISBN 978-80-970244-9-9. Dostupné na: <http://www.derivat.sk/files/2013%20vedecky%20seminar/Gachova.pdf>

Chovancová, B., Gachová, K. 2013: *Úloha menových nástrojov pri stimulácii akciových trhov*. In Nová ekonomika: vedecký časopis NHF EU v Bratislave. Národohospodárska fakulta EU. Bratislava. December 2013, roč. 6; č. 4; str. 16-23. ISSN 1336-1732

Chovancová, B., Gachová, K. 2013: *Dopad kvantitatívneho uvoľňovania na akciové trhy a reálnu ekonomiku*. In Ekonomická teória a ekonomická realita: zborník príspevkov 4.ročníka medzinárodnej vedeckej konferencie 8. november 2013. Vydavateľstvo Ekonóm. Bratislava. 2013. ISBN 978-80-225-3712-4

Chovancová, B., Gachová, K., Kováčová, J. 2014: *Inflation versus deflation and their impact on stock market*. In European financial systems 2014: 11th Internacional scientific conference. 12.-13.6. 2014, Lednice. Brno: Masaryk University. 2014. S. 127-133. ISBN 978-80-210-7153-7. Dostupné na internete:<http://is.muni.cz/do/econ/sborniky/2014/proceedings-EFS-2014.pdf>

International Monetary Fund: *Fiscal Policy as a Countercyclical tool*. Chapter 5. IMF 2. 10. 2008. Dostupné na: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/pdf/c5.pdf>

Pilch, C. 2004: *Finančné deriváty a ich využitie pri zaistovaní sa proti riziku na trhu ropy*. Derivát. 2004. ISSN 1336-5711. Dostupné na internete: <http://www.derivat.sk/index.php?PageID=9>

Vovková, K. 2011: *Úrokové sadzby a ich dopad na akciový trh*. In Revue mladých vedcov: zborník vedeckých prác doktorandov a mladých vedeckých pracovníkov. Žilina. EDIS – vydavateľstvo Žilinskej univerzity. 2011. S. 214 – 217. ISBN 978-80-554-0400-4

Vovková, K. 2011: *Vplyv HDP na akciový trh v Nemecku*. In Ekonomická teória a ekonomická realita: zborník príspevkov z medzinárodnej konferencie. 11. november 2011 Bratislava. Vydavateľstvo Ekonóm. Bratislava. 2011. S. 623-628. ISBN 978-80-225-3286-0

Vovková, K. 2011: *Vplyv inflácie na akciový trh eurozóny*. In Aktuálne otázky meny, bankovníctva a finančných trhov: zborník recenzovaných príspevkov z medzinárodného vedeckého seminára. 7. november 2011 Bratislava. Vydavateľstvo Fin Star. Bratislava. 2011. S. 1-6. ISBN 978-80-970244-6-8

Internetové zdroje:

<http://data.worldbank.org/>

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>

<http://finance.yahoo.com/>

<http://fxtrade.oanda.com/>

<http://research.stlouisfed.org/fred2/>

webarchive.nationalarchives.gov.uk

www.bankofengland.co.uk

www.bea.gov

www.boerse-frankfurt.de

www.boj.or.jp

www.businessinfo.cz

www.destatis.de

www.ecb.europa.eu

www.euroekonom.sk

www.federalreserve.gov

www.ftse.com

www.guardian.co.uk

www.hmrc.gov.uk

www.imf.org

www.inflation.eu

www.mof.go.jp

www.mzv.sk

www.newyorkfed.org

www.oecd.org

www.ons.gov.uk

www.pref.gifu.lg.jp

www.standardandpoors.com

www.stat.go.jp

www.tradingeconomics.com

www.usgovernmentpending.com