

1 VZŤAH AKCIOVÉHO TRHU A REÁLNEJ EKONOMIKY

1.1 Ekonomická teória o vzťahu ekonomiky a akciového trhu

Posledné desaťročie spojené s globálnou finančnou a hospodárskou krízou a v spojitosti s tým výrazné zmeny na akciových trhoch nastolili pre vedecké badanie nový pohľad na problém vzťahu akciového trhu a vývoja reálnej ekonomiky. Vo finančnej teórii sa vývoj akciového trhu vždy spájal aj s vývojom reálnej ekonomiky a jej ukazovateľom hrubým domácim produktom. Logický dôvod bol ten, že ak rastie HDP, ekonomika prosperuje, bude rásť aj akciový trh. Inými slovami sa bude dariť nielen firmám ako emitentom akcií, ale aj investorom na akciovom trhu, ktorí budú profitovať z rastúcich cien akcií. Na druhej strane tiež akciový trh dáva impulzy pre ekonomiku. Rast objemu investícií na akciovom trhu vytvára zdroje pre podnikateľské aktivity a budúci rast celej ekonomiky. V minulom storočí sa efekt zrkadlového vývoja akciového trhu vo vzťahu k HDP prejavoval úplne zreteľne v dlhodobom časovom horizonte niekoľkých desaťročí. Štatistické a grafické analýzy takmer v 100-ročnom horizonte jednoznačne dokazujú, že vývoj akciového trhu kopíruje vývoj ekonomiky.

Myšlienku kopírovania reálnej ekonomiky akciovým trhom už dávnejšie jednoznačne podporili aj významní ekonómovia Samuelson (1966) či Lynch (1989), a to najmä z pohľadu využitia rôznych investičných stratégií.

V strednodobom či kratšom časovom horizonte už možno sledovať trend, keď akciový trh predbieha reálny vývoj ekonomiky, alebo zaostáva za vývojom HDP. Túto súvislosť zaznamenali a analyzovali vo svojich vedeckých výstupoch niektorí ekonómovia už v minulosti. Prínosom v tejto oblasti je práca Wojtylu (1980), Siegela (2001) či českého ekonóma Musílka (2002). Uvedení autori zároveň upozorňujú na to, že pri sledovaní vývoja ekonomiky a akciových trhov existujú tzv. predstihové indikátory (*leading indicator*).

Túto funkciu plnia akciové trhy, ktoré predbiehajú reálny vývoj ekonomiky o 3 mesiace až 9 mesiacov. Dôvody takéhoto vývoja možno hľadať v teórii racionálnych očakávaní. Aj investorská verejnosť sa správa na základe svojich

očekávaní. Rast akciového trhu vyvoláva niekedy až nadmerný optimizmus, čo vedie nielen k rastu investičných rozhodnutí, ale aj k rozvoju podnikateľských aktivít, a tým aj k rastu ekonomiky. Na druhej strane pokles akciového trhu vedie k rastu pesimizmu, útlmu nielen investičných, ale aj podnikateľských aktivít a poklesu ekonomického výstupu v podobe HDP. Musílek (2002) tiež uvádza niekoľko dôvodov, ktoré spôsobujú stav, keď akciové kurzy predbiehajú výstup ekonomiky v podobe HDP. V zjednodušenej podobe možno jeho interpretáciu zhrnúť takto:¹

- investori sa rozhodujú najmä na základe očakávaného ekonomického vývoja a nie na základe súčasnej situácie,
- ziskovo orientovaní investori svojimi špekulatívnymi transakciami spôsobujú rast či pokles akciových kurzov, ktoré nezodpovedajú reálnemu vývoju ekonomiky,
- zmeny akciových kurzov vedú k zmenám spotrebiteľského, ale aj podnikateľského správania a rozhodovania sa,
- vysvetlenie, prečo akciové kurzy predbiehajú reálny ekonomický vývoj, však treba nevyhnutne spájať s peňažnou ponukou, infláciou a úrokovými sadzbami na trhu.

Možno teda povedať, že akciové kurzy predbiehajú jednotlivé fázy hospodárskeho cyklu, zároveň sú však rozdielne citlivé na recesiu či expanziu.

Mnohí ekonómovia, ako Ellis (2002), Hirsch a Western (2004), Douglas (2012), Evanoff, Haufman a Malliaris (2012), sledujú súvislosť medzi vývojom reálnej ekonomiky a akciového trhu najmä v spojitosti s investičnými stratégiami, ako aj využitím „*market timingu*“ pri investovaní. Podnetné v tejto oblasti sú aj články Laurencea (2010) či Fynna (2012), ktorí sa podobne ako Siegel sústredili na výskum väzby hospodárskeho cyklu a akciového trhu.

Vo viacerých článkoch vzťah medzi akciovým trhom a reálnou ekonomikou skúmajú autori aj v spojitosti s jednotlivými národnými ekonomikami. K nim možno zaradiť aj autorov, ako sú Peng, Cui a Qin (2012), ktorí sa venujú najmä analýze ekonomického rastu a akciovému trhu v Číne. Pozornosť si zaslúži tiež Hsing (2011) so svojou štúdiou, v ktorej skúma uvedený vzťah na krajinách BRIC (Brazília, Rusko, India Čína), a Kalra (2012), ktorý sa zaoberá najmä Indiou.

V Českej republike (ČR) vzťah reálnej ekonomiky a akciového trhu analyzovali aj Čihák a Janáček (1997). Vo svojom článku skúmali dokonca v odvetvovej štruktúre korelačné vzťahy medzi jednotlivými odvetvami a vývojom akciového indexu v ČR.

¹ MUSÍLEK, P. 2002. *Trhy cenných papírů*. Praha : Ecopress, 2002, s. 280-281.

2 PONUKA PEŇAZÍ A AKCIOVÉ TRHY

2.1 Vzťah ponuky peňazí a akciového trhu v prácach významných ekonómov

Globálna finančná a hospodárska kríza, ktorá prepukla v roku 2008 s ničivými dôsledkami až do súčasnosti, nastolila pre finančnú teóriu i hospodársku prax požiadavku nového riešenia problémov a prehodnotenie využitia nástrojov aj oblasti monetárnej politiky. Nástroje monetárnej politiky v kombinácii s inými opatreniami sa v minulosti považovali za účinný prvok v boji proti negatívnym účinkom krízy, stimulovania akciových trhov a tým aj reálnej ekonomiky.

V oblasti menovej teórie ponuku peňazí reprezentujú peňažné agregáty M1, M2 a M3. Peňažná ponuka a jej zmeny sú považované za jeden z najdôležitejších faktorov ovplyvňujúcich správanie akciových trhov. Vývoj akciového trhu závisí od veľkosti ponuky peňazí charakterizovanej peňažným agregátom M2.⁴ Ak vychádzame z predpokladu, že dopyt po peniazoch je z krátkodobého hľadiska konštantný a centrálna banka zvýši ponuku peňazí (M2), potom výšerný prísun peňazí sa snažia jednotlivé subjekty (domácnosti, firmy) alokovať do výnosnejších aktív, čím sa zvýši aj dopyt na akciových trhoch, čo sa prejaví rastom cien akcií. Tento priamy vplyv peňazí na akciové kurzy označujem ako *efekt likvidity*. Táto spojitosť môže fungovať aj opačne, pri znížení ponuky peňazí, čo môže spôsobiť utlmenie akciového trhu. Do akej miery však investori investujú na trhu dlhopisov a na trhu akcií. Z hľadiska transmisného mechanizmu rast peňažnej ponuky vedie investorov najskôr nakupovať rôzne formy dlhopisov, čo vyvoláva rast ich cien a tým aj pokles ich výnosnosti. Investori sa budú preto presúvať na akciové trhy, čo vyvoláva takisto ich nárast cien. Rast peňažnej ponuky má predovšetkým pozitívny vplyv na ekonomiku. Rast ponuky peňazí vyvoláva totiž efekt poklesu úrokových sadzieb, čím sa vytvárajú dobré predpoklady najmä na reálne investovanie, podporuje sa aktivita firiem, zisky rastú a v nadväznosti na to rastú aj akciové kurzy.

⁴ V USA sa používa agregát M2, v Európe ECB sleduje agregát M3.

Na pozitívny vzťah medzi ponukou peňazí a akciovým trhom upozorňovali už v minulom storočí mnohí významní ekonómovia, ako napríklad Keynes (1936). Aj v sedemdesiatych a osemdesiatych rokoch 20. storočia, keď prepukla celosvetová hospodárska kríza a zrútil sa medzinárodný menový systém, čo následne viedlo v osemdesiatych rokoch 20. storočia k rozsiahlej dlhovej kríze najmä rozvojového sveta, upozorňovali ďalší autori na súvislosť v uvedenej oblasti. Vo svojich vedeckých článkoch autori ako Keran (1971), Rogalski a Vinso (1977), Ritter a Silber (1989) upozorňovali na stimulačný efekt rastu ponuky peňazí a zmeny úrokových sadzieb k akciovému trhu.

Významnú úlohu v tejto oblasti splnil aj ekonóm Mishkin (1996). Je nevyhnutné sa podrobnejšie zastaviť pri jeho teoretických záveroch. Podľa neho zvýšenie množstva peňazí vplýva na rast cien akcií prostredníctvom nasledujúcich faktorov:⁵

1. *investície* – rast množstva peňazí zvyšuje investície, tým sa zvyšujú agregovaný dopyt a celkový „output“ a rastú aj ceny akcií. Alternatívny mechanizmus: pri raste množstva peňazí klesajú kapitálové náklady, stúpajú investície, zvyšuje sa dopyt „output“ a stúpajú aj ceny akcií;
2. *bilancie firiem* – rast peňazí v obehu zvyšuje čistú hodnotu firiem (nízka hodnota firmy vedie k nechote poskytovania dodatočného kapitálu/peňazí tejto spoločnosti a vyššia hodnota vedie k väčšej ochote poskytnutia prostriedkov), tým sa zvyšuje množstvo poskytnutých úverov, rastu investície, HDP a aj ceny akcií;
3. *bohatstvo domácností* – rast peňazí zvyšuje bohatstvo domácností, tým sa zvyšuje spotreba, rastie agregovaný dopyt „output“ a ceny akcií;
4. *likvidita domácností* – domácnosti v podstate vlastnia málo likvidné aktíva (predmety dlhodobej spotreby a pod.) a vysoko likvidné finančné aktíva (akcie a peniaze v banke). Čím je podiel finančných aktív vyšší, tým je nižšia pravdepodobnosť finančného stresu, v ktorého prípade domácnosti pri potrebe likvidity predávajú reálne aktíva s veľkou stratou. Teda platí, že rast množstva peňazí zvyšuje úroveň finančného stresu, zvyšujú sa výdavky na spotrebu, rastie dopyt, produkt a rastú aj ceny akcií.

Z hľadiska transmisného mechanizmu rast peňažnej ponuky vedie investovateľov najskôr nakupovať rôzne formy dlhopisov, čo vyvoláva rast ich cien a tým aj pokles ich výnosnosti. Investori sa budú preto presúvať na akciové trhy, čo vyvoláva takisto ich nárast cien. Rast peňažnej ponuky má predovšetkým pozitívny vplyv na ekonomiku. Rast ponuky peňazí vyvoláva totiž efekt poklesu úrokových sadzieb, čím sa vytvárajú dobré predpoklady hlavne na reálne inves-

⁵ MISHKIN, F. S. *The transmission mechanism and the role of assets in the prices in monetary policy*. Working paper 8617. Dostupné na internete: <www.nber.org>.

3 ÚROKOVÉ SADZBY A AKCIOVÉ TRHY

3.1 Vzťah úrokových sadziieb a akciových trhov v ekonomickej teórii

Vplyv zmien úrokových sadziieb na akciové trhy (indexy) možno vysvetliť na základe určitých očakávaných predpokladov, ktoré vychádzajú z teoretického pozadia vzťahu medzi jednotlivými segmentmi finančného trhu. Úrokové sadzby predstavujú cenu peňazí na peňažnom trhu, pričom peňažný trh je alternatívnym typom trhu na umiestnenie disponibilných zdrojov investora vo vzťahu ku kapitálovému trhu, v našom prípade k akciovému trhu.

V prípade, ak centrálna banka zvýši svoje úrokové sadzby, komerčným bankám zdraží prístup k dodatočným zdrojom, čoho reakciou bude následné zvýšenie úrokových sadziieb úverov pre klientov bánk, ktorým poklesnú dodatočné disponibilné zdroje, a tak spotreba, ako aj investície. Následkom toho poklesnú tržby firmami, klesne hodnota spoločnosti, čoho následkom bude zníženie hodnoty akcie.

Ak centrálna banka zvýši úrokové sadzby, vlády krajín pri emisii štátnych dlhopisov budú takisto pod tlakom zvyšovania úrokových sadziieb, aby svoje dlhopisy na trhu umiestnili (uspokojili tak nároky svojich veriteľov). Dlhopisový trh je konkurenčným trhom pre akciový trh. Ak teda investor má potenciálne vyššie zhodnotenie na dlhopisovom trhu oproti akciovému trhu (a riziko je nižšie ako u akcií), vyberie si ako svoju investíciu práve kúpu dlhopisov.

Ak dochádza k zvyšovaniu úrokových sadziieb centrálnou bankou, mali by vzrásť aj úrokové sadzby vkladov vkladateľov do komerčných bánk. Samozrejme, čo sa týka veľkosti, o rovnakú zmenu v tomto prípade nejde. Peňažný trh preto bude investorov lákať viac než akciový trh, čoho výsledkom bude opäť pokles akciových indexov.

Otázne však je, prečo centrálna banka zvyšuje úrokové sadzby. K zvyšovaniu úrokových sadziieb centrálna banka väčšinou pristupuje v snahe dostať pod kontrolu infláciu. Naopak, nízke úrokové sadzby je centrálna banka schopná udržiavať, len ak je inflácia nízka. Centrálna banka sa totiž snaží stabilizovať reálnu hodnotu peňazí.

Význam akciového trhu v menovej politike zvýraznili Bernanke a Gertler (1999).⁷ Tvrdia, že ciele cenovej stability a finančnej stability sú komplementárnymi a vzájomne konzistentnými cieľmi a ich dosiahnutie eliminuje finančnú paniku aj na akciovom trhu. Akciový trh je zrkadlom stavu ekonomiky, ale rovnako je ovplyvniteľný rozhodnutiami centrálnej banky. Preto volajú aj po transparentnejšej menovej politike, ktorá nebude vytvárať dodatočné finančné šoky pre akciový trh pre neočakávané zmeny v úrokových sadzbách s cieľom stabilizácie inflácie.

Podobne aj Cassola a Morana (2002)⁸ v podmienkach eurozóny skúmali význam akciového trhu v transmisnom mechanizme menovej politiky, pričom k ich záverom patrí aj konštatovanie, že sa nepotvrdil priamy vplyv akciového trhu na infláciu, samotný akciový trh je však dôležitým prvkom v transmisnom mechanizme, a ak sa podarí centrálnej banke naplniť cieľ cenovej stability, stabilizuje sa aj akciový trh.

Bernanke a Kuttner (2004)⁹ na základe vektorovej autoregresie údajov za roky 1989 až 2002 zistili, že hypotetické, neočakávané zníženie úrokovej sadzby federálnych zdrojov v USA o 0,25 % vedie k dennému zvýšeniu akciového indexu o 1 %. Zároveň poukázali na tú skutočnosť, že akciový index výraznejšie reaguje na zmenu úrokovej sadzby, ak sú v ňom zahrnuté hlavne spoločnosti z oblasti telekomunikácií, high-technológií, naopak, v menšom rozsahu reaguje, ak ide o spoločnosti z energetiky alebo služieb, prípadne ide o široko vymedzený index pokrývajúci rozmanité odvetvia ekonomiky.

Mallick, Mohanty a Zampolli (2017)¹⁰ dokázali, že zníženie sadzby federálnych zdrojov v predkrízovom období a programy nákupov dlhopisov v období po prepuknutí krízy znížili volatilitu tak akciového, ako aj dlhopisového trhu. Zatiaľ čo však konvenčná menová politika dokázala naštartovať ekonomický rast v predkrízovom období, programy nákupov dlhopisov nemajú reálny, štatisticky signifikantný efekt na reálnu ekonomiku.

⁷ BERNANKE, B. S. – GERTLER, M. 1999. *Monetary Policy and Asset Price Volatility. New Challenges for Monetary Policy*. Federal Reserve of Kansas City, 1999, p. 17-51. Dostupné na internete: <<https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/1999/4q99bern.pdf>>.

⁸ CASSOLA, N. – MORANA, C. 2002. *Monetary Policy and Stock Market in the Euro Area*. ECB Working Paper. No. 119, January 2002.

⁹ BERNANKE, B. S. – KUTTNER, K. N. 2004. *What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?* Dostupné na internete: <<https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200416/200416pap.pdf>>.

¹⁰ MALLICK, S. K. – MOHANTY, M. S. – ZAMPOLLI, F. 2017. *Market Volatility, Monetary Policy and the Term Premium*. BIS Working Paper no. 606, January 2017.

4 DEVÍZOVÉ INTERVENCIE A AKCIOVÉ TRHY

4.1 Vzťah devízových kurzov a akciových indexov vo finančnej teórii

Výber devízového režimu ovplyvňuje toky v reálnej ekonomike. Flexibilita devízového kurzu ovplyvňuje mieru proticyklického vyrovnávania volatility outputu. Čím menej sa v ekonomike využívajú rôzne reštrikcie na pohyb tovarov, služieb a kapitálu, tým viac dochádza k medzinárodnej výmene, pričom potenciálny pokles produktu v domácej ekonomike môže byť vyrovnávaný prílevom tovarov a služieb prostredníctvom importu.

Fixný devízový režim je náročnejší na udržiavanie. Centrálna banka pri jeho ochrane často míňa obrovské množstvo devízových rezerv. Na druhej strane jeho limitovanie na určitej žiadanej úrovni môže v podobe zámerného znehodnotenia meny podporiť ozdravenie vlastného exportu, čo vyvolá aj rast celkového produktu. Znehodnotenie meny sa v poslednom období využíva takisto ako nástroj naštartovania inflačného vývoja, kým sa ekonomika dlhodobo zmietala v dezinfácii, resp. po dlhšiu dobu vykazovala defláciu.

Flexibilný devízový režim je rizikový z pohľadu prelievania nielen tovarov, služieb a kapitálu, ale často aj problémov v podobe importovanej inflácie, jeho dôsledkom môže byť tak rýchly prílev kapitálu, ako aj rýchly odliv. Ekonomika sa tak dostáva do holej konfrontácie s externým prostredím, ktoré ju môže posilniť, ale aj oslabiť.

Pri skúmaní efektu devízových intervencií na akciový trh je vhodné najprv vysvetliť pojem devízové intervencie. Výkon devízových intervencií centrálnou bankou sa označuje za reakčnú intervenčnú funkciu centrálnej banky.

Centrálnu banku vedie k devízovej intervencii jedna alebo viaceré z nasledujúcich pohnútok:

- a) limitovať volatilitu devízového kurzu (*leaning against the wind*),
- b) redukovať nevyrovnanosť (nesprávnosť nastavenia) devízového kurzu (eliminovať nadhodnotenie, podhodnotenie meny),
- c) riadiť alebo akumulovať devízové rezervy,
- d) zabezpečiť potrebnú likviditu.

Devízové intervencie majú podobu priamych, ako aj nepriamych devízových intervencií. Priamymi devízovými intervenciami rozumieme nákup jednej meny za druhú menu, pričom sa to môže realizovať vo forme spotového obchodu, ako aj termínového obchodu, napríklad centrálna banka veľmi rady využívajú tzv. devízové swapy. Okrem priamych devízových intervencií sa rozlišujú aj nepriame devízové intervencie, kam patrí napríklad zmena kľúčových úrokových sadzieb centrálnej banky, operácie s cennými papiermi znejúcimi na cudziu menu, rôzne ústne intervencie, ako aj ďalšie aktivity, ktorých efektom je zmena v domácej peňažnej zásobe s protipohybom v zásobe cudzej meny.

Ak dochádza na trhu k znehodnoteniu domácej meny, centrálna banka prostredníctvom devízovej intervencie, čiže nákupom domácej meny za zahraničnú menu, znižuje zásobu domácej meny v obehu a, naopak, zvyšuje zásobu zahraničnej meny, čím sa proces znehodnotenia domácej meny obmedzí.

K nákupu domácej meny dochádza, ak je domáca mena podhodnotená a k predaju domácej meny, naopak, dochádza v prípade jej nadhodnotenia.

Devízové intervencie môžu byť sterilizované a nesterilizované. Pri sterilizovaných devízových intervenciách sa do istej miery eliminuje pôvodný dôsledok prvotnej devízovej intervencie prostredníctvom operácie na voľnom trhu. Napríklad ak centrálna banka nakupuje domácu menu za zahraničnú menu, v domácej ekonomike poklesne peňažná zásoba v domácej mene, čo bude mať vplyv na devízový kurz v zmysle zhodnotenia domácej meny. V prípade sterilizovanej intervencie je pôvodný nákup domácej meny za zahraničnú menu sterilizovaný cez nákup domácich dlhopisov. Devízová intervencia ovplyvní aj úrokové sadzby peňažného trhu, ako aj ceny ďalších aktív v ekonomike. Aby sa tomuto pohybu v úrokových sadzbách a cenách predišlo, dochádza z pohľadu centrálnej banky k sterilizácii. Vplyv na devízový trh je teda skôr nepriamy a prejavuje sa najmä prostredníctvom zmien v portfóliách investorov a cez signály vysielané centrálnou bankou trhu. Sterilizovaná devízová intervencia môže mať preto priamo len ak, tak veľmi krátkodobý vplyv na devízový kurz.

Efektívnosť devízových intervencií sa hodnotí najčastejšie na základe štyroch kanálov – monetárneho kanálu, signalizačného kanálu, kanálu vyrovnávania portfólia a mikroštruktúrného kanálu. Na základe týchto prístupov devízové intervencie môžu vplývať na devízový kurz, aj keď dochádza k ich sterilizácii.

Monetárny kanál sa využíva vtedy, keď sa centrálna banka nerozhodne realizovať intervencie prostredníctvom rezerv bánk, ale cez zmeny v krátkodobých úrokových sadzbách.

Teoretické pozadie signalizačného kanálu spočíva v tom, že intervencie môžu byť efektívne vnímané ako kanál kredibility budúceho nastavenia menovej politiky. Devízový kurz sa chápe ako cena aktíva a je funkciou očakávaného

5 INFLÁCIA VERZUS DEFLÁCIA A ICH VPLYV NA AKCIOVÉ TRHY

5.1 Ekonomická teória o vplyve inflácie na akciové trhy

Mnohé doterajšie výskumy spojené s dlhodobým sledovaním dát výnosov z akcií a infláciou viedli k záverom, že historicky ceny akcií nedokázali držať tempo s rastom inflácie a výnosová miera z akcií bola negatívne korelovaná s mierou inflácie. Pri skúmaní vplyvu inflácie na akciové kurzy možno však pristupovať z viacerých aspektov, pričom dôležitým prvkom sú aj rôzne úrovne očakávanej inflácie. V súčasnosti analytici upozorňujú aj na nebezpečenstvo deflácie, ktorá môže mať výrazne negatívny vplyv tak na akciové trhy, ako aj reálnu ekonomiku.

Trvalý rast inflácie a s tým spojené znehodnocovanie peňazí vedie mnohých laikov a investorov k záveru, že investície v podobe vkladov v bankách či do dlhopisov sa znehodnocujú a že jedinou ochranou proti inflácií sú investície do akcií. Vychádzajú z predpokladov, že v čase inflácie rastú zisky spoločností, tým aj dividendy a v konečnom dôsledku aj akciové kurzy.

Mnohé výskumy spojené s dlhodobým sledovaním dát výnosov z akcií a infláciou vedú k tomu, že akcie nedokázali držať tempo s rastom inflácie a výnosová miera z akcií je s infláciou korelovaná negatívne. Pri skúmaní vplyvu inflácie na akciové kurzy možno však pristupovať z viacerých aspektov, pričom dôležitá je aj očakávaná úroveň inflácie, a skúmať vplyv inflácie z pohľadu dlhodobého alebo krátkodobého časového horizontu. Na základe mnohých výskumov z vyspelých kapitálových trhov dospeli mnohí ekonómovia k záverom, že pri nízkej očakávanej miere inflácie sa táto automaticky zakomponuje do trhových úrokových sadzieb a celkový efekt je taký, že inflácia neovplyvní akciové kurzy. Trochu iná situácia je pri vysokých mierach inflácie. Akcie vtedy nie sú schopné držať svoju reálnu hodnotu s infláciou, napriek tomu, že akcie predstavujú majetkový podiel v spoločnosti. Ak tento podiel reprezentujú reálne aktíva a ich hodnota tiež vplyvom inflácie rastie, je tento paradox veľmi ťažko vysvetliteľný.

Viacere štúdie dokazujú, že akcie v dlhodobom období prinášajú pozitívnu reálnu výnosovú mieru. V krátkodobom časovom horizonte najmä pri vyššom raste inflácie nedokáže výnosnosť akcií držať tempo rastu s rastom inflácie. Ak vychádzame z predpokladu, že akcie predstavujú vlastnícke cenné papiere, potom by mali predstavovať dobré aktívum pre investora, ktorý sa zabezpečuje proti inflácii. Rozpor medzi negatívnou úlohou inflácie a vplyvom na akciový trh sa v posledných rokoch snažia vysvetliť rôzne teórie, a to:

- teória daňového efektu,
- teória sprostredkovaného efektu,
- teória peňažnej ilúzie.

Teória daňového efektu pri svojich zdôvodneniach vychádza najmä zo spôsobu odpisovania majetku, ako aj oceňovania zásob spoločnosti (Feldstein, 1980). Metodika odpisovania majetku vo väčšine krajín sa riadi odpisovaním z nadobúdacej ceny (výnimočne na základe nutných reprodukčných nákladov). Vplyvom inflácie dochádza k tomu, že odpisy nezabezpečujú ani jednoduchú reprodukciu spoločnosti. Znižuje sa ich podiel tiež v nákladovom zaťažení firmy a aj keď zisky spoločnosti rastú, v konečnom dôsledku po zdanení reálna hodnota zisku klesá, a tým klesajú aj dividendy a akciové kurzy. Podobná situácia je aj v prípade oceňovania zásob, kde inflácia spôsobuje podhodnotenie nákladov, ktoré sú nutné k získaniu nových zásob,⁴³ čo vedie tiež k poklesu reálneho zisku po zdanení.

Infláciu je tiež nevyhnutné analyzovať v závislosti od rastu úrokových sadzieb. Rast inflácie vyvoláva aj rast úrokových sadzieb, čo sa na druhej strane prenáša do nákladov firmy, a tým môže ovplyvniť aj výšku nákladov, čím sa znižuje účtovný zisk spoločnosti.

Teória sprostredkovaného efektu sa snaží dokázať, že vzťah medzi infláciou a akciovým kurzom má inverzný charakter (Fama, 1981). V skutočnosti je základným vzťahom vzťah medzi rastom (poklesom) HDP a akciovými kurzmi s pozitívnou koreláciou, ako aj vzťah medzi HDP a infláciou. Zjednodušene možno tiež konštatovať, že pri znížení hospodárskej aktivity, poklese tempa HDP budú aj investori očakávať zníženie ziskov a dividend, čo bezprostredne ovplyvní aj pokles trhových cien akcií. V konečnom dôsledku sa takisto môže prejavíť pokles záujmu o investovanie na akciovom trhu a vytvára sa tak nižší dopyt aj po peniazoch a vyššia ponuka peňazí. Prebytok peňažnej ponuky spôsobí rast cenovej hladiny. Inými slovami podľa tejto teórie existuje sprostredkovaný vzťah medzi infláciou a akciovými cenami. Pokles príjmov spoločností aj investorov môže viesť k poklesu daňových príjmov, čo sa odrazí v raste roz-

⁴³ Pri oceňovaní zásob sa v mnohých prípadoch využíva metóda FIFO (*first-in-first-out*), v dôsledku ktorej môže inflácia spôsobiť podhodnotenie nákladov spoločnosti.