

V praxi sa stretávame s rôznymi menovými swapmi, pričom mena sa kombinuje s úrokovou mierou. Napríklad *menové swapy s fixnou úrokovou mierou (fixed-fixed currency swap)*, *menové swapy s kupónom*, pri ktorých ide o kombináciu menového a úrokového swapu, pričom aspoň jedna platba je založená na pohyblivej úrokovej miere (*fixed-floating currency swap*) alebo sú obidve platby založené na pohyblivej úrokovej miere (*floating-floating currency swap*), *menový swap bez výmeny úrokových úhrad – devízový (FX) swap*.

Opcie

Významným pre rozvoj opcií bol rok 1973, keď vzniklo Chicago Board Options Exchange a bol publikovaný Blackov-Scholesov opčný oceňovací model. Prvé obchody sa realizovali s kúpnyimi opciami, ale už v roku 1977 sa obchodovalo aj s predajnými opciami.

Opcia je právo jej *držiteľa* kúpiť alebo predáť stanovené množstvo predmetného aktíva za vopred určenú cenu a vo vopred stanovenom termíne. Držiteľ opcie má zároveň aj právo od kontraktu odstúpiť. Za toto svoje právo zaplatí prémii v podobe opcie. *Vypisovateľ* opcie má vždy povinnosť kontrakt zrealizovať, teda buď dodať, alebo odkúpiť predmetné aktívum. Existujú dva základné druhy opcií:

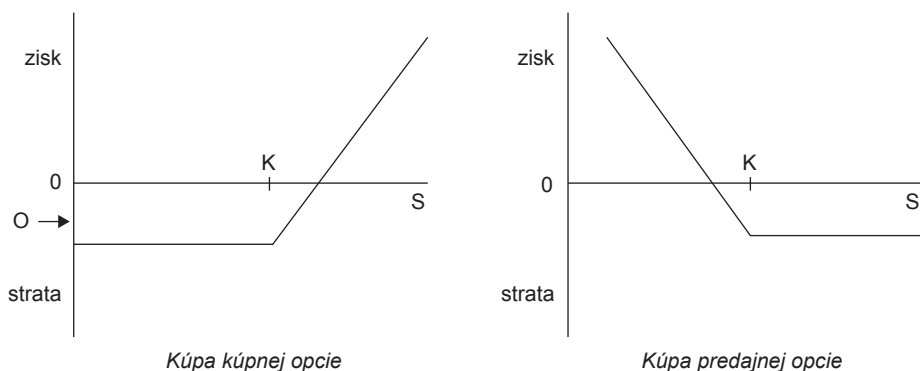
- a) **kúpna opcia** (*call option*) – jej majiteľ má právo na kúpu aktíva; vypisovateľ má povinnosť dodať aktívum,
- b) **predajná opcia** (*put option*) – jej majiteľ má právo na predaj aktíva; vypisovateľ má povinnosť odkúpiť aktívum.

Z pohľadu možnosti využiť právo plnenia existujú:

- **európske opcie** – umožňujú využiť právo plnenia len v deň expirácie (deň vypršania kontraktu). Počas životnosti opcie nemôže majiteľ požadovať plnenie;
- **americké opcie** – majiteľ môže požadovať plnenie kontraktu počas doby splatnosti, pričom posledný termín je deň expirácie;
- **exotické opcie** – počas životnosti majú stanovený časový interval, v ktorom môže majiteľ opcie požadovať plnenie kontraktu, pričom posledný termín je deň expirácie.

Jednotlivé pozície s kúpnyimi a predajnými opciami sú opísané ďalej.

Ak investor kúpi kúpnu opciu a spotová cena bude vyššia ako kontrahovaná cena, investor uplatní svoje právo (vlastní opciu) a bude kupovať za nižšiu cenu. Jeho zisk spočíva v rozdieli medzi spotovou cenou a kontrahovanou cenou mínus cena opcie. Napríklad kontrahovaná cena je 100 €, cena kúpnej opcie je 5 €, spotová cena stúpne na 120 €, potom zisk bude $(120 - 100) - 5 = 15$ €. Ak bude spotová cena na trhu nižšia ako kontrahovaná cena (napr. 90 €), je logické, že investor od kontraktu ustúpi (opcia mu to umožňuje) a bude nakupovať za aktuálne nižšiu spotovú cenu. Stratou je cena opcie (-5 €).



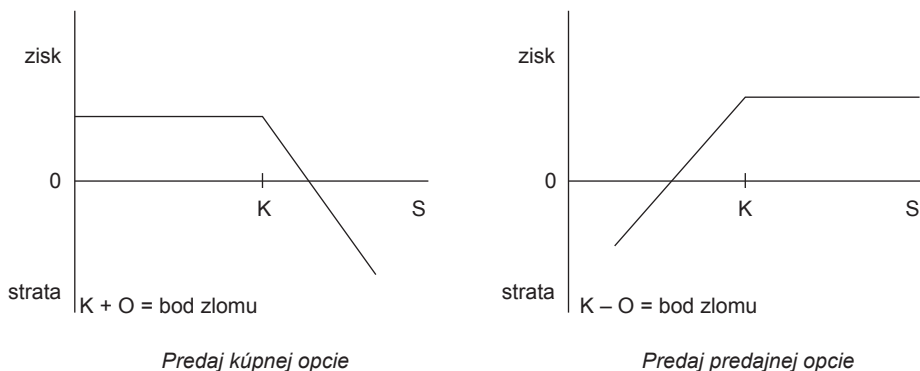
kde K je kontrahovaná cena, S – spotová cena, O – cena opcie.
 $K + O$ = bod zlomu pri kúpnej opcii (nulový zisk, nulová strata).
 $K - O$ = bod zlomu pri predajnej opcii (nulový zisk, nulová strata).

Obr. 2.4 Dlhá pozícia kúpnej a predajnej opcie

Zdroj: Vlastné spracovanie.

Podobne je to aj v prípade predajnej opcie, ktorá dáva investorovi právo predávať za kontrahovanú cenu. Ak bude spotová cena nižšia ako kontrahovaná cena, investor predáva za kontrahovanú cenu. Ak bude spotová cena vyššia ako kontrahovaná cena, investor logicky od kontraktu ustúpi, pretože môže prediť za vyššiu cenu. Stratou je pre neho v tomto prípade len cena opcie.

Krátke pozície pri kúpnej a predajnej opcii predstavujú pozíciu predajcu opcie (vypisovateľa). Ako vyplýva z grafu na obr. 2.5, ten je vždy v opačnej pozícii ako investor, ktorý kúpi opcie. Jeho zisk je len cena opcie. V prípade vypísanej kúpnej opcie môže byť najmä pri raste podkladového aktíva strata neobmedzená, čo predstavuje veľké riziko pre vypisovateľa – predajcu opcie. V prípade predajnej opcie je strata obmedzená poklesom ceny podkladového aktíva až na nulu.



kde K je kontrahovaná cena, S – spotová cena, O – cena opcie.

Obr. 2.5 Krátka pozícia kúpnej a predajnej opcie

Zdroj: Vlastné spracovanie.

Zhrnutie

Podnik predstavuje základný prvok podnikového sektora a je tiež jedným zo základných prvkov trhovej ekonomiky. Podnik možno definovať so zreteľom na viaceré aspekty, pričom vo väčšine definícií sa opakujú nasledujúce základné znaky podniku: a) ekonomická samostatnosť; b) právna subjektivita; c) kombinácia výrobných faktorov; d) predmet činnosti. Hlavným predmetom činnosti podniku je podnikanie, tzn. sústavná činnosť vykonávaná samostatne podnikateľom vo vlastnom mene a na vlastnú zodpovednosť za účelom dosiahnutia zisku (§ 2 ods. 1 Obchodného zákonníka). Podniky pri svojej činnosti vstupujú do rôznorodých interakcií s ostatnými ekonomickými subjektmi, pri ktorých dochádza k realizácii viacerých dôležitých funkcií podnikového sektora.

3.2 Alternatívne ciele a politiky podniku

Jednou z nevyhnutných podmienok dlhodobej úspešnosti podniku je správne stanovenie jeho cieľov. Úspešný podnik obvykle nevystačí s jediným cieľom, ale využíva viacero čiastkových cieľov, ktoré by mali byť podriadené hlavnému strategickému cieľu. Ak vychádzame zo všeobecne akceptovanej definície podnikania ako sústavnej, cieľave domej a samostatnej činnosti podnikateľa s cieľom dosiahnuť zisk, potom je zrejmé, že *hlavným cieľom podniku by mala byť maximalizácia zisku*, teda dosiahnutie čo najvyššieho rozdielu medzi celkovými výnosmi a celkovými nákladmi. Cieľ maximalizácie zisku však neznamená, že podnik sa pri každom rozhodnutí a pri každej obchodnej transakcii rozhoduje výlučne na základe porovnania okamžitých výnosov a nákladov. Je možné, a v praxi často aj nevyhnutné, že podnik „obetuje“ časť súčasného zisku s cieľom dosiahnuť vyšší zisk v budúcnosti. Preto je vhodné spresniť, že hlavným cieľom podniku je *maximalizácia zisku v dlhom období*.¹²

Cieľ dlhodobej maximalizácie zisku podniku, ktorý je zároveň aj hlavným finančným cieľom podniku, predpokladá na jednej strane optimalizáciu procesov vnútri podniku, na druhej strane tiež ustavičné skúmanie a prispôbovanie sa situácii na trhu svojich výrobkov a služieb a tiež v širšom okolí podniku.¹³ Optimalizácia procesov vnútri podniku sa v mikroekonomickej teórii označuje ako technologické optimum. Technologické optimum je bod maximalizácie technologickej efektívnosti a nastáva vtedy, keď je maximálny objem výstupu dosahovaný pri najnižších celkových nákladoch.

V úvode tejto časti sme vymedzili dlhodobú maximalizáciu zisku ako hlavný cieľ podniku v trhovej ekonomike. V literatúre¹⁴ sa stretávame s kritikou tohto prístupu, ktorá považuje maximalizáciu zisku len za mikroekonomický prístup nezohľadňujúci všetky vzťahy a procesy v reálnych podmienkach podnikania. Preto sa môžeme stretnúť

¹² Ako je uvedené v predchádzajúcom texte, výnimku predstavujú verejnoprospešné podniky, ktorých hlavným cieľom je účinné, hospodárne a efektívne uspokojovanie verejného záujmu.

¹³ Do okolia podniku možno zaradiť rôzne prvky ako napr. dodávateľov, zákazníkov, konkurenciu, legislatívne zmeny, vývoj na trhu práce, mieru inflácie a pod.

¹⁴ Pozri napr. PETTY, J. W. et al. (1993).

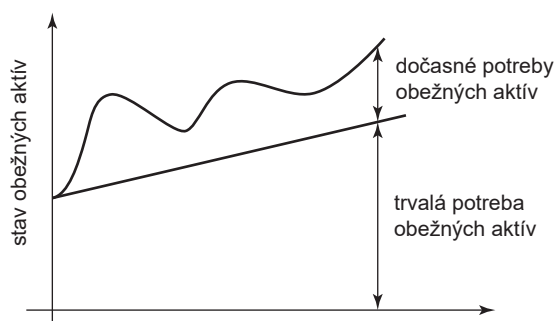
Na jednej strane peňažné prostriedky neprinášajú žiaden výnos, resp. minimálny, a navyše rastie riziko spojené s ich držbou.

Na druhej strane peňažné prostriedky zabezpečujú likviditu podniku, platobnú schopnosť a v konečnom dôsledku jeho samotnú existenciu.

Riadením peňažných prostriedkov rozumieme súbor činností smerujúcich k permanentnému zabezpečeniu potrebnej výšky peňažných prostriedkov, v potrebnom mieste a čase, a to pri minimálnych nákladoch spojených so zabezpečením týchto prostriedkov. S rastom držby peňazí sa zvyšuje likvidita podniku, zároveň sa podnik pripravuje o výnos, ktorý by získal investovaním do krátkodobých cenných papierov.

Riadenie peňažných prostriedkov môže prebiehať na základe plánovania a sledovania príjmov a výdavkov za určité obdobie, na základe zostavovania platobných kalendárov alebo na základe modelov riadenia peňažných prostriedkov.

Celková výška obežného majetku podmieňuje potrebu kapitálu na jeho krytie. Do úvahy treba zobrať i to, že stav obežných aktív podniku sa mení. Zahŕňa trvalú potrebu (úroveň, pod ktorú ich stav v žiadnom období roka neklesá), pričom v rastúcom podniku sa táto trvalá potreba zvyšuje. Okrem toho obsahuje dočasné potreby vyvolané jednak pravidelným kolísaním v dôsledku sezónnych výkyvov výroby a odbytu v priebehu roka, jednak nepredvídanými fluktuáciami zapríčinenými inými vplyvmi.



Obr. 3.12 **Stav obežných aktív v priebehu času**

Zdroj: Vlastné spracovanie.

Obežné aktíva podniku môžu byť finančne kryté jednak zdrojmi, ktoré sú podniku k dispozícii trvalo a dlhodobo, a jednak krátkodobými zdrojmi. Podrobnú štruktúru zdrojov finančného krytia obežných aktív podniku zistíme zo strany pasív jeho súvahy.

Zhrnutie

Obežný majetok podniku je výsledkom krátkodobých investícií. Kapitál viazaný v obežnom majetku podniku sa označuje ako pracovný (tiež aj prevádzkový, činný) kapitál (*working capital*). Keď od pracovného kapitálu odpočítame krátkodobé záväzky podniku, dostávame čistý pracovný kapitál podniku, ktorý predstavuje relatívne voľný kapitál slúžiaci na zabezpečenie hospodárskej činnosti podniku. Jednotlivé zložky obežných aktív (zásoby, pohľadávky, pohotovosť prostriedky) sú v stálom pohybe, prebieha

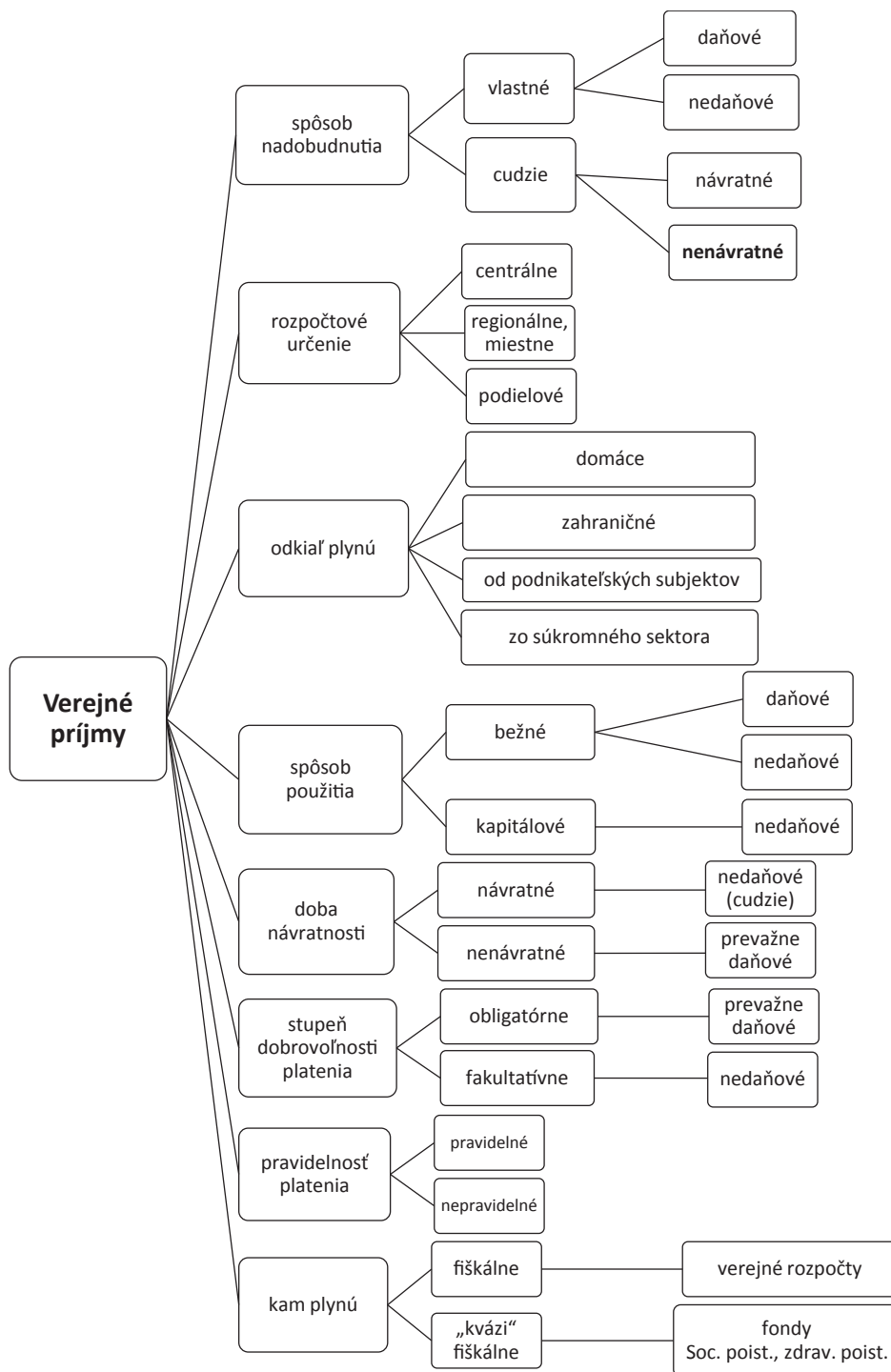
VEREJNÉ FINANCIE

V prvej kapitole tejto učebnice sme sa oboznámili so základnými tézami súvisiacimi s vymedzením pojmu financie. Pripomeňme si, že financie nemožno definovať bez pochopenia správania sa tzv. reprezentatívnych subjektov, teda domácností, podnikov, štátu a centrálnej banky, medzi ktorými dochádza k vzájomným vzťahom. Tieto vzťahy sa pritom odrážajú v tvorbe peňažných, prípadne iných fondov, ktorých efektívne využívanie alebo riadenie zo strany individuálnych osôb, firiem, súkromných, resp. štátnych organizácií a inštitúcií vyúsťuje do vytvorenia finančného systému, ktorý je dôležitou súčasťou ekonomického systému ako celku.

Táto kapitola je venovaná problematike verejných financií. Čitateľ v nej nájde zdôvodnenie existencie verejného sektora, jeho teoretické vymedzenie a chápanie v systéme národných účtov. Na základe vysvetlenia vzťahu medzi pojmami štát, národné hospodárstvo a verejný sektor bude objasnená podstata rozdelenia úloh medzi jednotlivé subjekty verejného sektora, ako aj systém ich hospodárenia. Odborný exkurz pojmovým aparátom spojeným s rozpočtovou teóriou, politikou a praxou, ako aj stručný opis špecifik rozpočtového a mimorozpočtového hospodárenia na rôznych vládnych úrovniach (rozpočet EÚ, štátny rozpočet, rozpočty nižších vládnych úrovní, fondy, verejnoprospešné subjekty), umožnia čitateľovi lepšie sa zorientovať vo fiškálnej politike, ktorá je výstením uvedených procesov. Obraz o problematike verejných financií dokresľuje časť kapitoly venovaná verejným príjmom (s osobitným dôrazom na dane), verejným výdavkom a vzťahom medzi nimi.

5.1 Vymedzenie verejného sektora a jeho úlohy

V rôznych historických prameňoch sa môžeme oveľa skôr ako s pojmom financie stretnúť s pojmami, ktoré pomenúvali transakcie súvisiace so vzťahmi medzi jednotlivými subjektmi spoločnosti (daň, pôžička, úrok a pod.). Napríklad pojem „daň“ sa objavuje už pri vzniku prvých miest a mestských štátov po príchode nového obyvateľstva (Sumerov) do Mezopotámie. Túto „civilizovanú formu daru“ zaviedli kňazi s cieľom získať zdroje na výstavbu chrámov a ich údržbu. Vznik verejných financií možno preto spájať práve so vznikom štátu (zo začiatku mestského) a jeho vývojom. Potreba zabezpečiť

Obr. 5.5 **Klasifikácia verejných príjmov**

Zdroj: Vlastné spracovanie.

tický spôsob financovania z príjmov získaných predajom statkov a služieb na trhu za trhovú cenu. Cena je výsledkom vzťahu medzi ponukou a dopytom; podmienkou existencie subjektov je realizácia zisku.

Teda ak štát obýva verejný sektor a ziskové organizácie sa zabývali v súkromnom sektore, potom organizácie, ktorých cieľom takisto nie je vytváranie zisku, možno chápať ako súčasť **zvláštného sektora – tretieho sektora**, ktorý sa nachádza medzi verejným a súkromným sektorom. **Pre tento sektor existujú pomenovania ako dobrovoľnícky, nezávislý sektor; mimovládne (MVO), charitatívne, humanitárne, filantropické, dobročinné, svojpomocné organizácie; ale aj napr. ďalšia neviditeľná ruka či vita activa (aktívny život).**

Aby organizácie tretieho sektora plnili svoje poslanie, ciele, musia plniť sústavu funkcií (ekonomickú, politickú, sociálnu, etickú, informačnú a kontrolnú). Mávajú neanonymný charakter, zároveň však fungujú ako určité organizácie. Hrajú dôležitú úlohu napr. aj pri vytváraní súčasnej podoby medzinárodných vzťahov. Popri vládach sa zúčastnili na prvej medzinárodnej konferencii o ľudských právach, pomáhali tvoriť systém medzinárodných zmlúv, ktoré po prvej svetovej vojne viedli k založeniu Spoločnosti národov (*League of Nations*).

Sociológ Keller hovorí, že: „Organizácie vlastne, prísne vzaté, v skutočnosti neexistujú. Empiricky existujú iba ľudia, ktorí sa za určitých okolností správajú, ako keby organizácia existovala. Na celej veci je zaujímavé to, že kým sa tak správajú, organizácia skutočne existuje. Keď sa tak správať prestanú, organizácia zaniká. Ľudia si vytvorili organizácie z ničoho a nejedna z nich sa časom v nič obráti“¹⁰⁵. K. J. Arrow definuje organizáciu ako zoskupenie individualít, usilujúcich sa o realizáciu svojich spoločných cieľov, alebo, inak povedané, o maximalizáciu cieľovej funkcie (funkcie úžitku). Každý člen organizácie má svoje vlastné ciele, ktoré sa nekryjú s cieľmi organizácie ako celku.¹⁰⁶ K tejto definícii sa prikláňame a dodávame, že každá organizácia je vlastne externalitou, má svoje vnútorné obmedzenia (napr. rozpočtové obmedzenia), vnútorné a vonkajšie problémy s informovanosťou, komunikáciou, pričom organizácie tretieho sektora majú podobne ako štátne či súkromné organizácie svoje obmedzenia a špecifické problémy. Pretože sú však tieto organizácie založené na princípe občianskej solidarity, iniciatívy, môžu byť výkonnejšie a efektívnejšie ako štátne organizácie.

Podľa právnej formy je známe, že v podmienkach SR existujú štyri „klasické“ typy neštátnych, necirkevných, neziskových organizácií:

1. občianske združenia = združenie občanov,
2. nadácie = združenie majetku,

¹⁰⁵ KOLEKTÍV. 1998. *Čítanka pre neziskové organizácie*. Bratislava : Centrum prevencie a riešenia konfliktov, Partners for Democratic Change – Slovakia, 1998, s. 15.

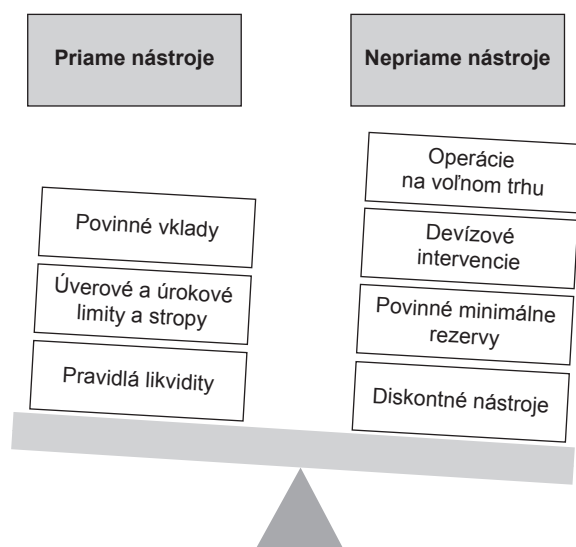
¹⁰⁶ ARROW, K. J. 1971. *Essays in the Theory of Risk Bearing*. Amsterdam : North Holland, 1971, s. 224.

So zmenou podmienok v ekonomickom prostredí, v ktorých jednotlivé hospodárske subjekty pôsobia, *sa mení aj povaha menových nástrojov*. Význam niektorých z nich rastie, iné sa pre svoju nefunkčnosť v daných ekonomických a politických podmienkach dostávajú do úzadia. Pokrok však neobchádza ani túto oblasť a počet menových nástrojov rastie.

Predikcia vývoja likvidity bankového sektora je začiatočným štádiom implementácie samotnej menovej politiky. Vplyva na rozhodnutia o objeme, splatnosti a frekvencii menových operácií.

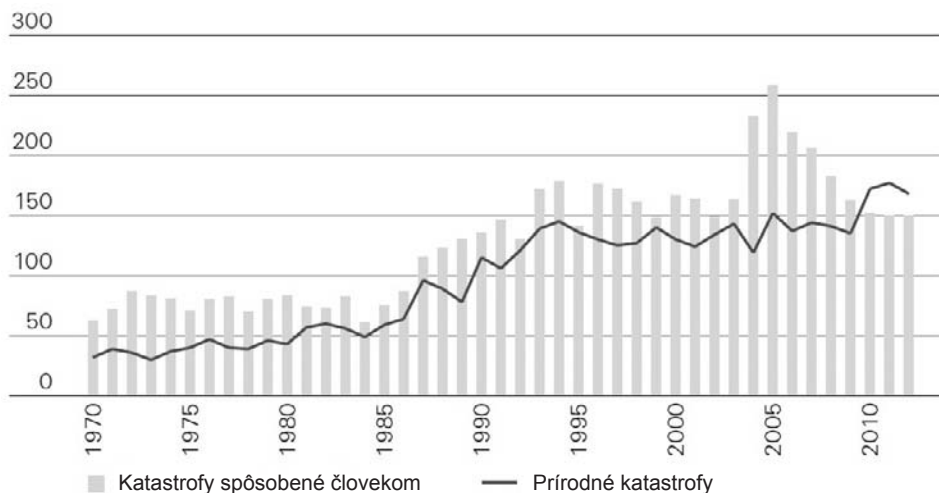
Pri výbere operačného rámca menovej politiky sa kladie dôraz predovšetkým na jeho *flexibilitu*, pričom sa obvykle sústreďuje na peňažný trh. Aj v tejto oblasti, t. j. pri koncipovaní menových nástrojov, platí zásada, že najlepším spôsobom ich selekcie je učenie sa na vlastných chybách – zmeny vo finančnej štruktúre, makroekonomických kritériách, ako aj prostredí ovplyvnili nástroje a procedúry centrálnej banky, ktoré využíva na dosiahnutie krátkodobých, strednodobých a dlhodobých cieľov. Trend však hovorí o upúšťaní od priamej kontroly finančného systému a od krátkodobých cieľov v menovej politike.

V súvislosti s menovými nástrojmi sa často posudzuje *signalizačná schopnosť* alebo signalizačná kapacita centrálnej banky. Jedným z trhov, ktorý je zvlášť citlivý na signalizačnú kapacitu centrálnej banky, je devízový trh. O formovaní dlhodobých cieľov menovej politiky a krátkodobom realizovaní menovej politiky možno povedať, že ide práve o problém optimálneho signalizovania a informovanosti. Úroveň dennej informovanosti o vývoji domáceho trhu potom ovplyvňuje, do akej miery sa budú v menovej politike uplatňovať doladovacie operácie.



Obr. 6.13 **Nástroje menovej politiky**

Zdroj: Vlastné spracovanie.



Obr. 7.8 Počet škôd – udalostí v rokoch 1970 – 2012

Zdroj: Swiss re. *Sigma*, 2013. Study on world insurance in 2012.

Údaje v grafe poukazujú na postupný rast počtu katastrof v sledovaných rokoch, čo bolo spôsobené jednak prírodnými vplyvmi (blesk, povodne, zemetrasenia, oheň, mráz, ľadovec), ale aj pôsobením človeka (terorizmus a námorné katastrofy).

V prípade jednotlivca je riziko premietnuté do úmrtnostných tabuliek. Na základe údajov možno prejav rizika vyjadriť takto: kým pravdepodobnosť úmrtia osoby vo veku 60 rokov je približne 1 %, vo veku 83 rokov to už je približne 10 % a vo veku 96 rokov takmer 30 %. Riziko úmrtia vo veku 83 rokov je teda väčšie ako vo veku 60 rokov a menšie ako vo veku 96 rokov.

Na základe uvedených príkladov možno formulovať záver: Čím vyššia je pravdepodobnosť nastatia udalosti, tým väčšia je odchýlka od očakávaného výsledku (že škodu neutrpíme), čo znamená vyššie riziko. Ak bude mať pravdepodobnosť nastatia (straty) hodnotu 1, potom nie je šanca (nádej) na priaznivý výsledok (že k škode nedôjde). Analogicky platí, že ak je pravdepodobnosť nastatia 0, neexistuje možnosť straty (nepriaznivej odchýlky), čo znamená, že riziko neexistuje.

7.7.3 Klasifikácia rizík

V súčasnosti poznáme niekoľko klasifikácií rizík, a to v závislosti od zvoleného kritéria.³¹ Jedným z najpoužívanejších klasifikácií je členenie rizík na čisté a špekulatívne. Ide o členenie z **pohľadu pôsobenia rizík**. Ich základnou odlišnosťou je, že kým pri **špekulatívnom riziku** existuje možnosť straty aj zisku, pri čistom riziku je iba možnosť straty, resp. negatívnej odchýlky. Príkladom špekulatívneho rizika sú hazardné hry. Špekulatívne riziká sa nepoistujú. **Čisté riziká** sa vyznačujú tým, že výsledkom ich realizácie

³¹ VAUGHAN, E. J. – VAUGHAN, T. M. 2007. *Fundamental of Risk and Insurance*. New Jersey : John Wiley and Sons, 2007, s. 1-11.

V prípade depreciácie domácej meny (napr. zmena kurzu EUR/USD z 1,12793 na 1,12111 spôsobí, že euro sa znehodnotilo a americký dolár sa zhodnotil).

Na obr. 9.5 ilustrujeme príklad depreciácie a apreciacie eura voči americkému doláru. Depreciácia meny je nežiaduci jav z hľadiska hodnoty bohatstva, ktoré máme denominované v tejto mene, keďže jej hodnota v čase klesla. Ak by sme dané bohatstvo chceli previesť do inej meny, museli by sme za jednotku cudzej meny, voči ktorej naša mena depreciovala, zaplatiť vyšší objem našej meny. Kúpna sila našej meny teda klesla. Na druhej strane pre zahraničie sa naše tovary a služby stávajú lacnejšími, čo by potenciálne mohlo viesť k zvýšenému dopytu po našich tovaroch a službách, čo môže viesť k zvýšeniu nášho exportu tovarov a služieb (ak ostatné podmienky neboli zmenené) a tým aj k rastu HDP.



Pozn.: *plná čiara* – pásmo apreciacie EUR a depreciácie USD
prerušovaná čiara – pásmo depreciácie USD a depreciácie EUR

Obr. 9.5 **Apreciácia a depreciácia meny**

Zdroj: Vlastné spracovanie.

Na záver uvádzame príklad na výpočet devízového kurzu uplatnením **krížového pravidla**, t. j. *výmenný kurz akéhokoľvek menového krosu vieme vypočítať, pokiaľ poznáme výmenné kurzy jednotlivých mien zahrnutých v menovom krose voči americkému doláru.*

⌘ Príklad 9.1 Výpočet devízového kurzu na základe krížového pravidla bez zohľadnenia bid-ask spreadu

Vypočítajte krížový kurz CHF/JPY, kde CHF je bázička mena, t. j. koľko JPY predstavuje 1 CHF, ak máme známe nasledujúce kurzy menových párov, ktoré sú kótované nepriamym kurzovým záznamom z pohľadu USD.

1 USD = 0,9937 CHF t. j. USD/CHF 0,9937

1 USD = 108,34 JPY t. j. USD/JPY 108,34