

Projekt tvorby portfolií pro krizové scénáře vývoje finančního trhu

Tomáš Kudela

Diplomová práce
2012



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2011/2012

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Tomáš KUDELA**
Osobní číslo: **M10447**
Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt tvorby portfolií pro krizové scénáře vývoje finančního trhu**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Zpracujte kritickou literární rešerši, týkající se investování na finančních trzích v době krizí.

II. Praktická část

- Analyzujte současné vývojové tendence finančních trhů.
- Vytvořte scénáře možného vývoje finančních trhů.
- Navrhněte investiční portfolio a investiční doporučení pro každý scénář.
- Ověřte na vybraném portfoliu schopnost rezistence vůči tržním turbulencím.

Závěr

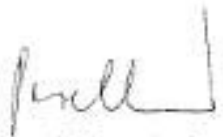
Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

- BERNSTEIN, Peter L. a SLAVÍKOVÁ, Renáta. Dějiny zlata. Praha: Grada, 2004. 384 s. ISBN 8024704552.**
KOHOUT, Pavel. Investiční strategie pro třetí tisíciletí. 6., přeprac. vyd. Praha: Grada, 2010. 292 s. ISBN 80-247-3315-3.
KRÁL, Miloš. Mezinárodní finance. Žilina: GEORG, 2010. 329 s. ISBN 80-89401-08-2.
RICKARDS, James. Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis. Portfolio Hardcover, 2011. 304 s. ISBN 1591844495.
ROGERS, Jim. Žhavé komodity: jak může kdokoliv investovat se ziskem na světových trzích. Praha: Grada Publishing, 2008. 240 s. ISBN 80-247-2342-5.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Eva Hrubošová**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **26. března 2012**
Termín odevzdání diplomové práce: **2. května 2012**

Ve Zlíně dne 26. března 2012


prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

ABSTRAKT

Abstrakt česky

Práce se zabývá analýzou současného finančního systému a událostí, které na ni měly vliv v minulosti a budou je ovlivňovat v současnosti. V další části jsou vytvořeny scénáře, které jsou na těchto událostech vytvořeny a nakonec portfolia a investiční doporučení, které z nich vyplývají.

Klíčová slova:

USA, Evropa, krize, dolar, euro, trhy, investice, měny zlato, stříbro, předpovědi, scénáře,

ABSTRACT

Abstrakt ve světovém jazyce

Thesis analyzes current financial system condition and events that had an influence on it in the past and will have considerable influence in the future. There have been made scenarios based on those events in the second part of the thesis. The last part of the thesis contains optimal investment portfolio and investment suggestions for the rest of scenarios.

Keywords:

USA, Europe, crisis, dollar, euro, markets, investments, currencies, silver, prediction, scenario,

Děkuji paní Ing. Evě Hrubošové za trpělivost a odbornou pomoc nejen při psaní, ale také při vymýšlení struktury práce. Bez jejích rad by tato práce nemohla vzniknout v takové šíři a kvalitě, v jaké nakonec vznikla.

*„Co rychle roste, nemá možnost zapustit kořeny dost hluboko,
aby první bouře nezpůsobila škody.“*

Niccolò Machiavelli
Itálie, přelom 15. a 16. stol.

OBSAH

ÚVOD	9
I TEORETICKÁ ČÁST	10
1 POHLED NA EKONOMII A JEJÍ VLIV NA SVĚT	11
2 METODIKA PRÁCE	13
2.1 POSTUP PSANÍ PRÁCE.....	13
2.2 MOŽNOSTI ZKOUMÁNÍ JEVŮ	14
3 KOMPLEXNÍ TEORIE A PSYCHOLOGIE NA TRZÍCH	16
4 INTERNATIONAL EMERGENCY ECONOMIC POWERS ACT (IEEPA)	20
4.1 HISTORIE ZÁKONA A PRAVOMOCI PŘESUNUTÉ NA PREZIDENTA	20
4.2 TRESTY ZA PORUŠENÍ ZÁKONA	21
4.3 PRAKTICKÉ DOPADY ZÁKONA.....	21
5 ZMĚNY V MEZINÁRODNÍCH INSTITUCÍCH NA ZAČÁTKU ROKU 2012	23
5.1 DOMINIQUE STRAUSS-KAHN.....	23
5.2 ZMĚNY V RADĚ ECB.....	23
6 DRŽITELÉ ŘECKÝCH DLUHOPISŮ	25
7 ODPUŠTĚNÍ DLUHU ŘECKA – AKCE PSI	27
7.1 DŮVODY K OPATRNÉMU PŘÍSTUPU K ŘECKU	27
7.2 COLLECTIVE ACTION CLAUSE.....	27
7.2.1 CAC a Řecko.....	28
7.2.2 Průběh jednání o CAC	28
7.2.3 Výsledek PSI.....	29
8 DRAHÉ KOVY V EKONOMICE	30
8.1 INFLACE VE STŘEDOVĚKU	30
8.2 MODERNÍ VÝVOJ POMĚRU CENY ZLATA A STŘÍBRA	31
8.2.1 Zlato, jako ukazatel inflace dolaru	32
8.2.2 Poměr ceny zlata a stříbra	34
8.3 CENA ZLATA PŘI ZAVEDENÍ ZLATÉHO STANDARDU	35
8.3.1 Objem peněz v ekonomice	35
8.3.2 Problémy vytvoření zlatého standardu.....	37
8.3.3 Pravděpodobný průběh zavedení zlatého standardu	37
8.3.4 Alternativní postup.....	38
8.4 INFLACE V ŘÍMSKÉ ŘÍŠI.....	38
8.4.1 Mechanismus inflace v systému drahých kovů.....	39
8.4.2 Analogie se současným vývojem	40
9 ZLATO – OBYČEJNÝ SMĚNNÝ STATEK	42
10 SROVNÁNÍ LTRO A QE	44
10.1 QUANTITATIVE EASING (QE)	44
10.1.1 Okamžité výsledky.....	44
10.1.2 Nebezpečí QE.....	45

10.2	LTRO	46
10.2.1	Podmínky LTRO	46
10.2.2	Okamžité výsledky	46
10.2.3	Nebezpečí LTRO	47
10.3	DALŠÍ OČEKÁVANÉ AKCE POSKYTOVÁNÍ LIKVIDITY	47
10.4	DOPAD OPERACÍ POSKYTOVÁNÍ LIKVIDITY NA ROZVAHY CENTRÁLNÍCH BANK	48
10.4.1	USA a FED	48
10.4.2	Evropa a ECB	49
10.4.3	Bilanční suma SNB	50
II	PRAKTICKÁ ČÁST	52
11	SPOUŠTĚČE PROBLÉMŮ	53
11.1	EVROPA	53
11.1.1	Platební neschopnost států	53
11.1.2	Demografie a imigrace	55
11.1.3	Mocenské zájmy	56
11.1.4	Energetika	56
11.1.5	Politická stabilita Evropy	57
11.2	USA	59
11.2.1	Demografie a skladba obyvatel	59
11.2.2	Americké zadlužení	60
11.2.3	Přírodní události	60
11.3	ČÍNA	61
11.3.1	Exportní povaha Čínské ekonomiky	62
11.3.2	Demografie	63
11.3.3	Realitní bublina	64
11.4	GLOBÁLNÍ PROBLÉMY	65
11.4.1	Rostoucí ceny komodit	65
11.4.2	Ropa	65
11.4.3	Potraviny	66
11.4.4	Plyn	67
12	SCÉNÁŘE VÝVOJE	71
12.1	OPTIMISTICKÝ SCÉNÁŘ	71
12.1.1	Evropa	71
12.1.2	USA	71
12.1.3	Čína	72
12.2	REALISTICKÝ SCÉNÁŘ	72
12.2.1	Evropa	72
12.2.2	USA	73
12.2.3	Čína	73
12.3	PESIMISTICKÝ SCÉNÁŘ	73
12.3.1	Evropa	74
12.3.2	USA	74
12.3.3	Čína	75
12.3.4	Švýcarský požadavek na stažení zlata z USA	75

13	INVESTIČNÍ PORTFOLIA	77
13.1	OPTIMISTICKÝ SCÉNÁŘ.....	77
13.1.1	Krátkodobý horizont	77
13.1.2	Dlouhodobý horizont	77
13.2	REALISTICKÝ SCÉNÁŘ	78
13.2.1	Krátkodobý horizont	79
13.2.1.1	Měny	79
13.2.1.2	Ropa	79
13.2.2	Dlouhodobý horizont	81
13.2.2.1	Energetika	82
13.2.2.2	Měny	82
13.2.2.3	Drahé kovy	84
13.2.2.4	Zbrojařský průmysl	84
13.2.2.5	Představení částí portfolia	86
13.2.2.6	Analýza vnitřní korelace portfolia	91
13.3	PESIMISTICKÝ SCÉNÁŘ	92
13.3.1	Krátkodobý horizont	93
13.3.2	Dlouhodobý horizont	93
13.4	INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ.....	94
	ZÁVĚR	96
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	97
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	102
	SEZNAM OBRÁZKŮ	103
	SEZNAM TABULEK.....	105

ÚVOD

Tato práce je do jisté míry odlišnou od jiných, které mají za cíl vytvořit konkrétní a jasný přínos pro firmu nebo pro jednotlivce. Tato práce má však ambici vytvořit pohled na celosvětový ekonomický a systém, který obklopuje každého z nás. Prohlášení některých lidí, že se jich to, co se děje na druhém konci světa netýká, jsou stejně lichá, jako prohlášení, že člověk nemá hasit, co ho nepálí. Osobně bych řekl, že spíše nehas, co tě nepálí, by si měli lidé aktivně ohřívat ruce a právě k tomu účelu bude tato práce sloužit.

Jejím cílem je analýza současného stavu a událostí, které k jeho vzniku vedly. Dalším krokem potom bude nalezení a analýza událostí, které budou ovlivňovat další vývoj, nebezpečí i potenciálně pozitivní události a možnosti světové ekonomiky k lepšímu fungování. Na jejich základě vzniknou scénáře, které ukáží možný vývoj a nakonec nastínění investičních možností, které budou vhodné pro daný vývoj.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 POHLED NA EKONOMII A JEJÍ VLIV NA SVĚT

Mnoho z poznatků a názorů v této práci je ovlivněno pohledem na svět optikou zakladatele Rakouské školy, Ludwiga von Misesa. Jeho definice ekonomiky, jako souboru jednajících, nespokojených lidí, je, podle mého názoru, velmi přesnou definicí toho, jak je nutné na ekonomii a hospodářství na všech úrovních jeho fraktální struktury pohlížet.

Když Mises (2006) říká: „*Spokojeností či uspokojením nazýváme takový stav lidské bytosti, který nevede a nemůže vést k jednání. Jednající člověk chce nahradit méně uspokojivý stav věcí stavem uspokojivějším. Jeho mysl si představuje podmínky, jež by mu vyhovovaly lépe, a jednání směřuje k dosažení tohoto žádoucího stavu. Incentivem, který nutí člověka jednat, je vždy pociťovaná nespokojenost. Člověk dokonale spokojený se stavem svých věcí by neměl žádný incentiv něco měnit. Neměl by ani přání, ani touhy; byl by dokonale spokojený. Nejednal by; jednoduše by žil, aniž by se o cokoli staral.*“ říká tím zásadní věc. Celým hybatelem ekonomiky je člověk a jeho vrozená a naprosto nehnutečná potřeba žít ve společnosti. Na tom je postavený celý systém, který tato práce zkoumá. Přestože dnes, v mnoha případech, došlo k odosobnění ekonomie od lidí a jejich nahrazení agregáty, křivkami nebo konstantami, je třeba mít stále na paměti, že celý koloběh globální ekonomiky nemá na svědomí nic jiného, než lidé. Mises pak pokračuje: „*Nespokojenost a vidina uspokojivějšího stavu však samy o sobě nestačí k tomu, aby člověk jednal. Je třeba ještě třetí podmínky: očekávání, že má účelové chování moc odstranit či alespoň zmírnit pociťovanou nespokojenost. Bez této podmínky není žádné jednání myslitelné. Člověk se musí podřídít nevyhnutelnému, podrobit se osudu...*“

A právě tato podmínka je pro celou společnost nutná a nezbytná pro její další vývoj. Jasně tedy vyplývá, že pouze lidé nespokojení se současným stavem, schopní vidět možnosti, jak svůj současný stav vylepšit, vybaveni možnostmi na současném stavu změnit, jsou zárukou dalšího pokroku.

Proto považuji za naprosto zcestné stále častěji se objevující myšlenky, že se ekonomika toho nebo onoho státu, za určitých podmínek, zastaví. Už existence lidské společnosti a v lidech pevně zakořeněná potřeba dělby práce je zárukou toho, že takový stav nenastane tam, kde budou žít lidé a budou žít v určité společnosti (už dva lidi považují za společnost, pokud jsou schopní objevit a realizovat dělbu práce). Reálnou tedy vidím možnost zastavení ekonomiky pouze v případě, že lidé zmizí ze světa nebo že dojde k zásadním změnám

v jejich žebříčku hodnot a budou, v duchu některých filosofí, meditovat v jeskyních a čekat, co se stane dále a s tímto stavem budou všichni dokonale spokojeni.

Ekonomii a všechny informace, které nám zprostředkovává je proto nutné vnímat právě jako důsledek jednání lidí, kteří danou společnost, ekonomiku a trh, tvoří. Všechny veličiny, ať už vyjádřené čísly nebo jakkoliv jinak, jsou pouhým souhrnem komplexních vztahů v ekonomice a vzájemných interakcí mezi jednotlivými lidmi, jejich jednáním, kterým odstraňují nespokojenost se současným stavem. Každý posun po křivce, stejně jako každá, byť dílčí změna ukazatele s sebou nese jasný odkaz lidského jednání, které je hnáno lidskou touhou po ukojení potřeb a odstranění nespokojenosti.

2 METODIKA PRÁCE

V této části budu definovat metodické přístupy, které jsem v práci použil a jejich vzájemnou provázanost.

2.1 Postup psaní práce

Základním postupem je analýza makroekonomických, politických a přírodních jevů. Jejich projevy ve formě burzovních, makroekonomických, mikroekonomických, mezzoeconomických a politických zpráv umožňují nepřímé sledování vývoje ekonomik, společnosti a politických systémů států s významným vlivem na světové i regionální dění.

- 1) **Základním kamenem a prvním cílem** celé práce je snaha o vytvoření co nejpřesnějšího a nejobektivnějšího pohledu na současný stav finančního a politického systému.
- 2) Dalším krokem je **identifikace důležitých skutečností**, které vedly k vývoji, který nastal, včetně zkoumání informačních zdrojů, které nelze zařadit mezi mainstreamové. Používám i moderní zdroje informací, jako jsou blogy osobností, dlouho působících na trzích. Výhodu těchto blogů vidím zejména v možnosti autorů prezentovat své myšlenky a postoje zcela svobodně a bez ohledu na vliv zaměstnavatelů nebo zákazníků daných lidí, kteří by mohli působit, jako cenzoři. Stejně tak na nich oceňuji jejich aktuálnost a možnost vidět jejich vývoj v čase.
- 3) Díky znalosti událostí, které ovlivňovaly vývoj, je možné vyhledat a identifikovat zásadní **události, které teprve nastanou** a odhadnout, jaký budou mít výsledek a vliv na další vývoj. Zde je nutné identifikovat nejen plánované události, jako jsou volby nebo jednání a zasedání mezinárodních institucí, ale také potenciál událostí, které plánovat, ani odhadnout není možné. Nejlepším příkladem takových událostí jsou přírodní katastrofy, jako jsou zemětřesení, sucha, požáry nebo vlny tsunami. Vliv jednotlivých událostí na trhy je možné, s velkou mírou abstrakce a analogie, odhadnout na základě historických pramenů. Kvůli tomu je nutné mít i základní pojem nejen o českých, ale i o světových dějinách. Z mého zkoumání pak vyplývá, že nejlepší je sledovat způsoby vládnutí a ovládání státu, způsob řízení peněžní zásoby a vojenské události, které mají vždy naprosto zásadní vliv na ekonomiku. V tomto je však nutné mít na paměti Platónovu myšlenku „*Panta rei*“. Stejně, jako nikdo nevstoupí dvakrát do téže řeky, ani žádná událost na trzích nemá nikdy stejnou váhu, ani stejný dopad. Vše proto musí být váženo na laboratorních vahách, kde jsou nejjemnějšími závažími právě okolnosti každé zprávy a jejího kontextu v toku světových dějin.

4) Pomocí **syntézy** historie, v podobě druhého bodu, současnosti v podobě bodu prvního a odhadu budoucího vývoje v podobě bodu třetího je pak možné, s jistou mírou rizika, daného:

- a) Možností vzniku událostí, které nelze odhadovat vůbec nebo je pravděpodobnost jejich vzniku v daném období příliš nízká.
- b) Komplexností systému světových financí, která vylučuje možnost odhadnout dokonale, to, jak se budou trhy vyvíjet. Jediné tvrzení, které má význam a je možné ho považovat za použitelné je takové, které má v sobě zahrnuto vyjádření právě takové skutečnosti. Osobně se kloním k názoru, že by takovou věc bylo možno nazvat *pokorou*.
- c) Vědomím možnosti všudypřítomného selhání lidského faktoru

prohlásit, že s přihlédnutím k výše uvedeným skutečnostem, prohlašuji, že jako nejpravděpodobnější vývoj vidím takový sled událostí a od něho odvozený vývoj v ekonomice, politice, který se potom, velkým počtem dílčích, obousměrných interakcí, projevuje ve finančním světě a naopak.

5) **Interakce**, probíhající mezi jednotlivými oblastmi, je možné odhadovat jenom částečně, na základě historických zkušeností (ať už vlastních nebo zprostředkovaných pomocí studia literatury nebo školních přednášek) a vlastního úsudku. Zejména na nich je postavená velká část práce. Vytváření složitých modelů na základě fuzzy logiky nebo citlivostní analýzy, které je alternativou k tomuto postupu, je postaveno na robustním vědeckém a matematickém základě, ale jeho časová náročnost je, vzhledem k počtu proměnných a náročnosti jejich kvantifikace, budoucností kvantových počítačů, které zatím čekají na dokončení a předání k širokému využívání.

2.2 Možnosti zkoumání jevů

Možnosti zkoumání jevů jsou pro jednotlivého člověka s omezenými zdroji velmi silně okleštěné. Není možné, aby jeden člověk mohl pozorovat, zkoumat a vyhodnocovat všechny jevy, které potřebuje pro psaní práce, která má zachycovat události celého světa, i když pouze v několika málo oblastech.

Není možné být fyzicky na několika místech najednou, na všechna jednání, která mají velký význam, mohou pouze pozvané osoby, lidé, kteří rozhodují, nemají ve zvyku odpovídat na otázky, které by jim potřeboval autor práce položit. Proto je nutné se odpoutat od ideje,

že bude psát práci z pozice insidera a smířit se s pohledem kritického a aktivního pozorovatele. Tato práce je napsána z volně dostupných zdrojů na internetu a v knihách. Neměl jsem možnost použít žádné insider informace, které by však tuto práci neskutečným způsobem posunuly na mnohem vyšší úroveň a obohatily.

3 KOMPLEXNÍ TEORIE A PSYCHOLOGIE NA TRŽÍCH

James Rickards ve své knize *Currency Wars: The making of the global crisis* (Rickards, 2011) říká, že současnou krizi mají šanci vyřešit pouze nové teorie, které budou schopné vyhnout se chybám těch starých a budou je umět napravit. Jako jednu z teorií, která takovou sílu má, vnímá Komplexní teorii, která byla poprvé publikována v roce 1989, v Santa Fe institute v USA. O její aplikaci na ekonomii se zasloužili hlavně pánové Ricardo Hausmann a Cesar A. Hidalgo.

- Prvním postulátem, který teorie přináší, je prohlášení, že **komplexní systémy nejsou vytvořeny shora dolů**. Teorie říká, že komplexní systémy vytváří samy sebe pomocí interakcí myriád vzájemných interakcí na sobě nezávislých částí.
- Druhým postulátem je vlastnost komplexních systémů – jejich **celkové vlastnosti nejsou pouhou sumou vlastností jejich součástí**. Jinými slovy se dá říci, že to, jak se bude chovat celý systém, není možné předpovídat na základě pozorování jediné části.
- Třetím a pro tuto práci nejdůležitějším postulátem, je předpoklad, že **objem energie, kterou komplexní systém potřebuje ke svému chodu, roste exponenciálně s jeho velikostí**.
- Čtvrtým postulátem je pak předpoklad, že **komplexní systémy jsou náchylné ke katastrofickým kolapsům**.

Třetí a čtvrtý postulát spolu velmi úzce souvisí. Zejména, pokud si představíme pod pojmem komplexní systém globální ekonomiku (nebo kteroukoliv jinou). V dalších odstavcích se pokusím vysvětlit, proč se tak domnívám.

První postulát je jednoduše aplikovatelný na ekonomiku. Nikdo neřídí chování lidí na trhu direktivně, nikdo nikomu nepřikazuje ve 100 % případech, co si musí nebo naopak nesmí koupit. Samozřejmě je nutné namítnout, že jsou statky, které nám někdo nutí – dálniční známky nebo ochranné pomůcky. Na druhé straně jsou statky, jejichž nákup se snaží stát omezit, např. návykové látky. Stejně tak není možné říci, že by větší skupiny lidí ze 100 % nakupovaly podle toho, jak nakupují její členové. Lidem není možné nařídít direktivně něco nakupovat. Důkazem toho je např. černý trh s narkotiky. Jistě však bude snadné dovést, že objem toho, co si pořídit musíme a co si pořídit chceme, je silně vychýlen ve prospěch toho, co si pořídit chceme.

Celkové vlastnosti společnosti také nejsou pouhou statickou a neměnnou sumou vlastností lidí ve společnosti. Lidé se ovlivňují mezi sebou navzájem, jsou ovlivňováni reklamou a statisíci mezilidských vazeb, které více či méně vědomě, ovlivňují domněnky a pocity, které podléhají rychlým změnám.

Pro tuto práci je však nejdůležitější třetí a čtvrtý postulát. Ten říká, že komplexní systém potřebuje stále větší množství energie k tomu, aby sám sebe udržel v chodu. Jak tato myšlenka souvisí s ekonomikou? Představme si, ještě jednou, ekonomiku, jako komplexní systém. Pokud přistoupíme na jistou míru abstrakce a představíme si, že energií nutnou k chodu ekonomiky jsou peníze, myslím, že nebude těžké pochopit, proč jsem právě tuto teorii vybral jako jeden z pilířů této práce. Ekonomika, postavená na tzv. fiat money a bankovníctví, používající systém částečných bankovních rezerv, jsou přesně systémy, které je možno nazvat komplexními. Zvláště, pokud je v globální ekonomice kladen důraz na vývoz, nikoliv na vyrovnanou platební bilanci. Že tento postulát platí v ekonomice dokládám například v kapitole 8.3.1 Objem peněz v ekonomice na straně 35.

Důvodem komplexnosti ekonomiky není nic jiného, než lidská psychika, která se, přes snahu mnoha lidí tvrdit, že každý maximalizuje racionálně svůj užitek, chová poněkud jinak. Osobně si myslím, že maximalizace užitku je v zásadě správnou myšlenkou, velmi přesně definující motivy lidí, problém je s definicí užitku, která je, podle mého, u lidí velmi variabilní nejen v ohledu temperamentu nebo sociálního statusu, ale také okamžité náladu každého člověka.

Podobnému problému se ve své knize *Investiční strategie pro třetí tisíciletí* věnuje i Pavel Kohout (2010, s. 214 – 219). Ten říká (a já s ním v tomto plně souhlasím), že teorie efektivních trhů je mylná přinejmenším v několika svých bodech:

- Dostupnost a znalost informací – zdaleka nejproblematictější část celé teorie, která tvrdí, že všichni účastníci trhu mají všechny informace, které potřebují, v pravý čas, v odpovídající kvalitě a srozumitelné formě. To je samozřejmě nesmysl. Budeme-li abstrahovat od nezákonného *insider tradingu*, což je samozřejmě špatně, protože ten na trzích velmi čile probíhá, pak je rozdíl už v dostupnosti informací. Naprosto rozdílná je dostupnost někoho, kdo si může zaplatit drahá zpravodajství, která poskytují agentury, jako Reuters, Bloomberg nebo CNBC a lidí, kteří nemají 1800 USD měsíčně na službu Bloomberg Professional, o lidech majících přístup k informacím insiderů, ani nemluvě.

- Podobně nesmyslný je i předpoklad dokonale fungujícího systému. V okamžicích velkého obchodního ruchu dochází ke zpožděním z důvodu zahlcení obchodního systému příkazy. Stejně tak budou hrát svou roli i technologie připojení na internet, kde i prodleva wifi připojení může sehrát významnou roli oproti těm, kdo mají možnost být napojeni přímo na systém burzy nebo mají připojení pomocí páteřních sítí.
- Dalším kontroverzním bodem je předpoklad racionality obchodníků. Ten nakonec zmiňuje i Pavel Kohout (2010, s. 214 – 219), když mimo jiné říká: *„Příkladem iracionality je růst světových akciových indexů koncem 90. let a jejich vleklý pokles od roku 2000. Standardní investiční teorie předpokládají, že investoři vždy dávají přednost vyšším výnosům před nižšími výnosy, nižšímu riziku před vyšším rizikem, vždy se poučí o všech možných investičních příležitostech a vyhodnotí všechny informace. Kdyby lidé byli racionální, nedocházelo by k burzovním euforiím a následným pádům...“*

Vysvětlení přichází následně: *„Lidé mají jiný sklon k riziku, když vydělávají a jiný, kdy prodělávají a ačkoliv mají informace, stejně se jimi příliš neřídí.“* Tento výsledek nepochází z práce pana Kohouta, je součástí výzkumu profesora Kahnemana a jeho týmu, který za něj dostal v roce 2002 Nobelovu cenu (Kohout ji pouze cituje). Ironií je, že to byla cena, která byla udělena po tom, co ji dostal profesor Krugman právě za Teorii efektivních trhů. Zajímavé je, že podobný příklad uvádí i James Rickards v knize Currency Wars (2010). Ten také vyvrací Teorii efektivních trhů.

Kahneman prováděl experimenty, kde sledoval, jak se lidé chovají, jsou-li postavení před nutností zvažovat riziko a zisk, který díky jeho podstoupení mohou realizovat. Testovaným lidem dával na výběr ze dvou možností. Možnost **A** byla možnost výhry 4000 USD, ovšem s 80% pravděpodobností výhry. Možnost **B** pak spočívala ve výhře 3000 USD, pravděpodobnost výhry byla 100 %. Teorie efektivních trhů říká, že racionální výběr by vypadal takto: $4000 \times 0,8 = 3200$; $3200 > 3000 \Rightarrow$ většina lidí by měla vybrat možnost A. Lidé

však volili jinak, většina z nich, dokonce celých 80 %, zvolilo možnost B, tedy „lepšího vrabce v hrsti, než holuba na střeše“¹.

Jinou částí Kahnemanovy práce byl tento pokus (uvádí ho Pavel Kohout): jedna skupina lidí dostala možnost dostat 1000 USD a na výběr: **A** jistý zisk dalších 500 USD; **B** 50% šanci získat dalších 1000 USD. Druhá skupina byla postavena před stejnou situací, jen sázky byly větší: Dostali 2000 USD a **A** jistou ztrátu 500 USD a za **B** 50% pravděpodobnost ztráty 1000 USD.

Výsledek? V obou případech je střední hodnota situací 1500 USD. V první skupině si 84 % lidí vybralo variantu A, tedy jistotu, což není v rozporu s předchozím pokusem. V druhé situaci však 69 % účastníků vybralo možnost B, i když jejich výsledná pozice mohla být nižší, než v případě počáteční hodnoty. Výsledkem tohoto pokusu je pak jedna, naprosto zásadní skutečnost. Lidé mají averzi k riziku pouze v případě, že je jejich výhled pozitivní. Čelí-li ztrátě, jejich averze k riziku klesá.

¹ Taky Vám přijde, že Nobelovu cenu by měl dostat ten, kdo vymyslel pořekadlo a ne profesor Kahnemann, který jenom podruhé vynalezl kolo?

4 INTERNATIONAL EMERGENCY ECONOMIC POWERS ACT (IEEPA)

V této části rozeberu zákon, zařazený jako: *United States Code Annotated. Title 50. War and National Defense. Chapter 35. International Emergency Economic Powers Act*. V dalších částech se mu věnuji a beru ho jako základní kámen pro pohled na průběh zásadních problémů světového finančního systému a kolapsu světové rezervní měny.

4.1 Historie zákona a pravomoci přesunutě na prezidenta

Zákon byl schválen 28. října 1977. Jeho uvedení v platnost razantně rozšiřuje americkému prezidentovi pravomoci. Je možné ho použít pouze v případě, že dojde k ohrožení americké bezpečnosti a to útokem zvenčí, *neobvyklou a výjimečnou* hrozbou. Dává americkému prezidentovi právo zmrazit jakékoliv manipulace s jakýmkoliv aktivy, pod hrozbou vysokých trestů komukoliv, kdo by zákon porušil. Stejně tak dává *prezidentu USA nebo komukoliv, koho tím prezident pověří, vyšetřovat, omezit, zakázat nebo anulovat jakékoliv přesuny aktiv. Tento zákaz se může vztahovat jak na vnitrostátní, tak i na mezinárodní platby nebo transakce.*

Dalším právem prezidenta nebo kohokoliv jím k tomu pověřeného je právo *vyšetřovat, omezit, přikázat nebo naopak zakázat jakýkoliv nejen transfer, ale i transport nebo nakládání s vlastním nebo svěřeným majetkem.*

Zákon je ve své podstatě uvedením USA do válečného stavu. Zabývá se dále sledováním komunikace uvnitř státu (pouze v souvislosti s transfery majetku), zakazuje vyvážet také umělecké předměty a důležité nahrávky, ať už v analogové nebo digitální podobě.

Zákon ukládá prezidentovi „*v každé možné záležitosti*“ konzultovat své kroky s Kongresem Spojených států. Stejně tak mu zákon ukládá *předávat zprávy o tom, jaké okolnosti ho vedly k jednání pod IEEPA, proč si myslí, že okolnosti jsou mimořádnou a neobvyklou hrozbou národní bezpečnosti, proč si myslí, že jeho kroky jsou nutné k řešení události ohrožující národní bezpečnost. Tyto zprávy musí být opakované.*

4.2 Tresty za porušení zákona

Tresty za porušení nařízení, uložených prezidentem jednajícím pod IEEPA jsou:

- V přestupkovém řízení:
 - Pokuta do 250 000 USD nebo
 - Částka, dvojnásobně přesahující tranfer, který se viník pokusil provést a tím nařízení porušil.
- V trestním řízení:
 - Pokuta do výše 1 000 000 USD nebo
 - Trest odnětí svobody v maximální délce 20 let nebo
 - Obojí.

Zákon je možné v celém znění najít na adrese <http://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/Documents/ieepa.pdf>.

4.3 Praktické dopady zákona

Praktické dopady uvedení takového zákona do praxe jsou poměrně zásadní. USA se v té chvíli stává zemí, kde jsou potlačena základní práva, zejména právo na svobodné nakládání s vlastním majetkem. Tento zákon by bylo možné považovat za vyhlášení stanného práva na peněžních trzích. Zákaz prodávat, kupovat, přesouvat nebo svěřovat či darovat jakékoliv zboží nebo majetek, který prezident takto postihne je velmi silnou zbraní, kterou může v podstatě zastavit krach na burze. Zavřením burzy totiž nezabrání OTC obchodům – těm zabránil právě aktivací takového zákona a postavení jakékoliv směny mimo zákon.

Obvykle je tento zákon aktivován proti zemím, které jsou s USA v ozbrojeném konfliktu.

- Írán (od roku 1979)
- Myanmar (od roku 1997)
- Súdán (od roku 1997)
- Rusko (od roku 2000, týká se ovšem pouze obchodování s obohaceným uranem)
- Zimbabwe (od roku 2003)
- Sýrie (od roku 2004)
- Bělorusko (od roku 2006)
- Severní Korea (od roku 2008)

Platnost zákona musí být každý rok obnovena Kongresem. Zatím byl zákon IEEPA používán výhradně jako restrikce obchodování, nikdy nebyl použit proti občanům USA. V případě že by však opravdu došlo k výjimečnému stavu v rámci globální ekonomiky, je velmi pravděpodobné, že by mohl být použit, protože jeho konstrukce je pro tyto účely velmi vhodná.

Osobně se domnívám, že by byl použit pro udržení zlata v USA, i za cenu roztržky mezi státy, které mají zlato uloženo v amerických bankách.

5 ZMĚNY V MEZINÁRODNÍCH INSTITUCÍCH NA ZAČÁTKU ROKU 2012

Narovnání stavu, v jakém se nacházelo euro ke konci roku 2011, by nebylo možné bez personálních změn v ECB a v IMF. Tou největší bylo bezpochyby odstranění Dominiquea Strauss-Kahna z postu šéfa IMF a nahrazení Jean-Clauda Tricheta na postu guvernéra ECB a změny v radě ECB.

5.1 Dominique Strauss-Kahn

DSK byl sice ekonom, ale každý francouzský ekonom je i politikem. DSK věděl, že spousta francouzských bank drží ve svých portfoliích řecké dluhopisy a chtěl za každou cenu co nejdéle udržet Řecko nad vodou, aby bankám buď dal možnost se dluhopisů zbavit (to hlavně za předpokladu, že by se povedlo vytvořit iluzi, že Řeky je možné zachránit a že dluhopisy nejsou bezcenné) nebo aspoň jim dát čas na přípravu na dobu, kdy Řekové své závazky opravdu nesplní. Tento postup však byl trnem v oku hlavně Němcům, kteří odmítli platit potřetí za sto let řeckou neschopnost udržet stát nezadlužený.

Dalším problémem, který DSK měl, byla jeho ambice, stát se francouzským prezidentem. Nicolas Sarkozy je momentálně ve Francii velmi ostře kritizován, že ustupuje německým požadavkům, že se nepostavil růstu jejich vlivu v EU a že tím dostává Francii do podřízeného a méně důležitého postavení v rámci Unie. DSK byl pro Sarkozyho velmi silným soupeřem a po tom, co byl obviněn z napadení pokojské v jednom americkém hotelu, jeho naděje na jakoukoliv možnost uspět ve volbách silně poklesly – dá se říci, že na nulu.

5.2 Změny v radě ECB

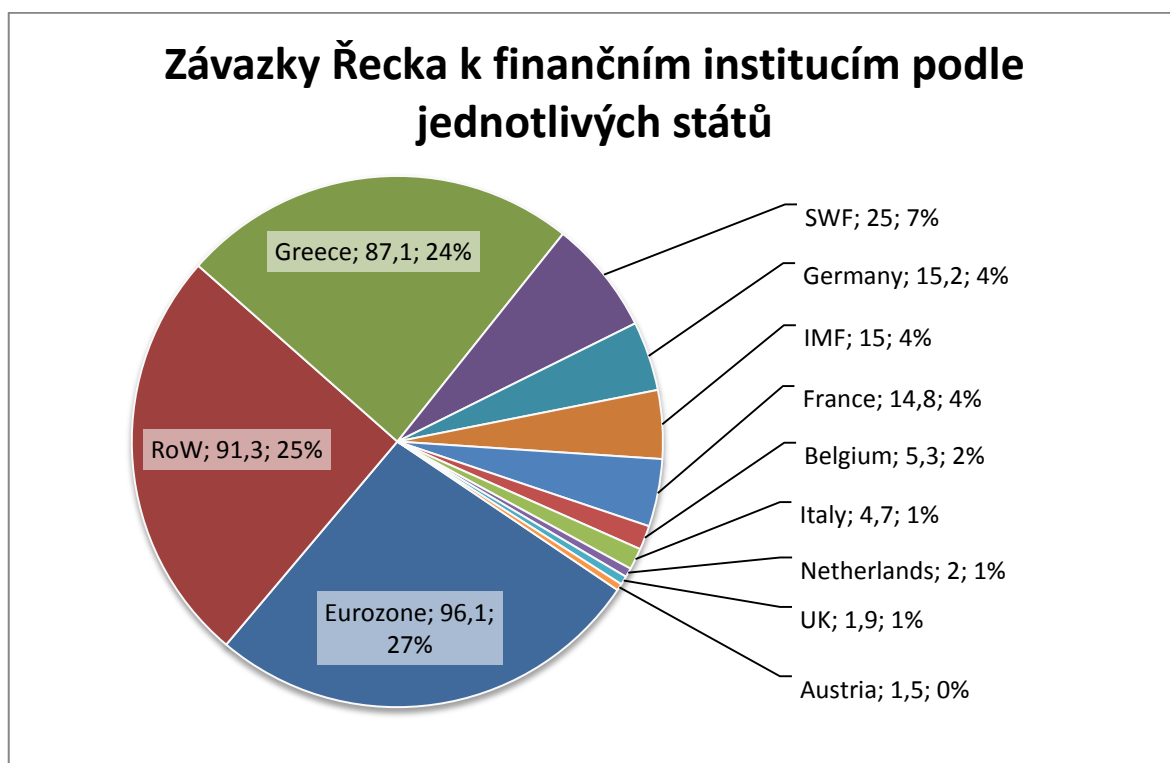
Benoit Coeuré (Francie) nahradil k 1. lednu Lorenzo Bini Smaghiho (Itálie). Oficiální důvod je poměr národů v radě ECB (Po příchodu Maria Drgahiho (Itálie) by byli v ECB dva Italové a to by narušilo rovnováhu. Smaghi proto odchází). Jörg Asmussen nahradí Jürgena Starka. Zde jde hlavně o Starkův nesouhlas s postupem ECB, která nakupovala dluhopisy problémových států. S tím Jürgen Stark nesouhlasil do té míry, že rezignoval na svou funkci v radě ECB.

Výsledkem změn je menší nechuť hlavního orgánu ECB k nákupům dluhopisů problémových států. Můžeme říci, že cena, kterou ECB za tento krok zaplatila, je velká. Její kvantifikaci umožňuje graf v kapitole *Evropa a ECB* na straně 49. Otázka, zda se tento krok vy-

platil, je nadále otevřená. Nezpochybnitelný je fakt, že ECB zabránila akutnímu bankrotu mnoha států, který na přelomu let 2011 a 2012 akutně hrozil. Druhou věcí je však dlouhodobý výsledek – co se bude penězi, které takto ECB vytvořila a bude trvat na tom, že dluhopisy, které momentálně má ve své rozvaze budou nutně muset být splaceny? Jistým vodítkem, že si ECB podržela aspoň část zdravého rozumu, je fakt, že se vyhnula akci PSI, která by snížila hodnotu řeckých dluhopisů o 70 % a tím prozatím ušetřila EU velké množství peněz.

6 DRŽITELÉ ŘECKÝCH DLUHOPISŮ

Všeobecným předpokladem bylo, že řecké dluhopisy drží zejména německé banky. Tento předpoklad však je správný pouze zčásti. Německé banky dluhopisy opravdu drží, ale jejich objem si nijak nezadá s objemem, který drží banky francouzské (potvrzuje to také postup Dominika Strauss-Kahna, který popisují v kapitole *Změny v mezinárodních institucích na začátku roku 2012*, na straně 23. Obr. 1 zachycuje strukturu dluhu podle států tak, jako ho odhadovala v roce 2011 banka Barclays. První číslo zachycuje hodnotu dluhu v mld. EUR, druhé pak jeho procentuální poměr k celku.



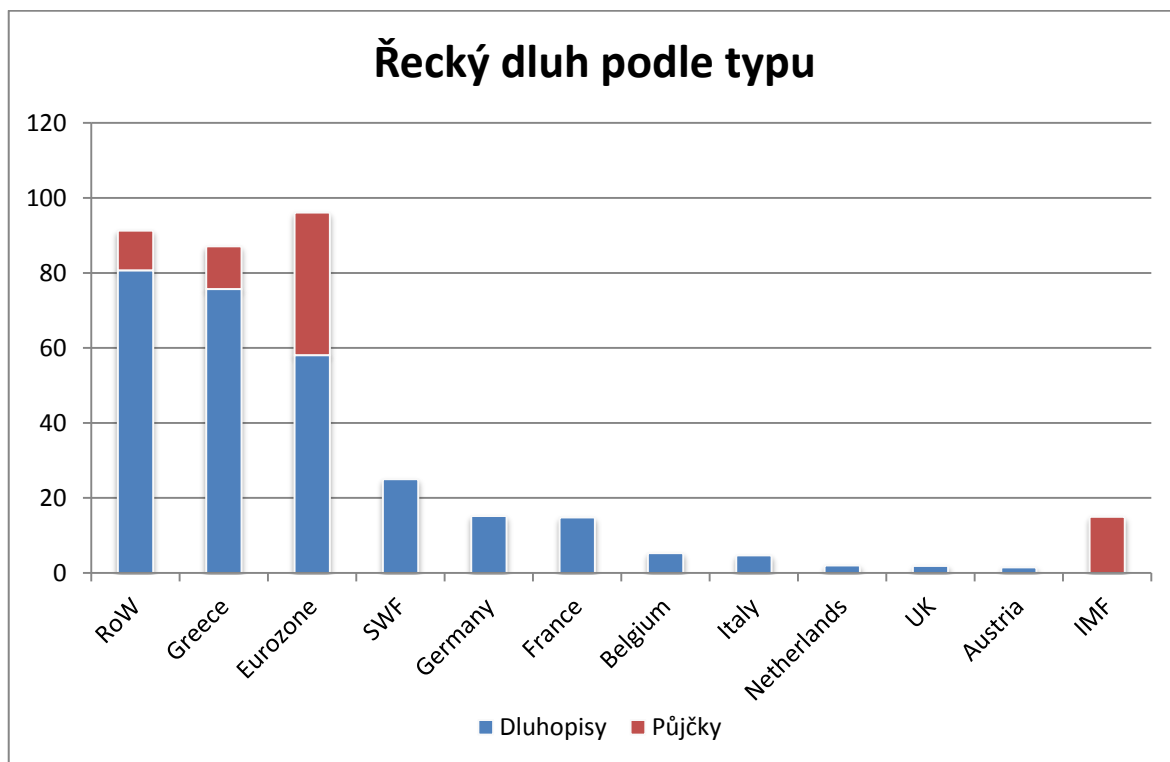
Obr. 1 – struktura dluhu Řecka podle států

Zdroj dat: Zero hedge, 2011, vlastní zpracování

Z grafu je vidět, že 75 % dluhu v roce 2010 držely Eurozóna² (27 %), banky v Řecku (24 %) a státy mimo Eurozónu (25 %).

² Zde si pod pojmem Eurozóna musíme představit zejména ECB a fond EFSF.

Po krocích, které ECB učinila v rámci nákupu dluhopisů (což jí mimochodem přímo zakazuje její zakladatelská listina), bude poměr a hlavně objem řeckých dluhopisů v rozvaze ECB nepoměrně větší.



Obr. 2 – struktura dluhu Řecka podle typu dluhu

Zdroj dat: Zerohedge, 2012, vlastní zpracování

Zde konečně vidíme důvod, proč nebylo možné nechat Řecko rovnou zkrachovat a proč bylo nutné poslat do Řecka 130 mld. EUR. Krach Řecka a nesplacení dluhopisů by zapříčinilo nutnost odepsat velké množství aktiv, které vlastní evropské banky a podílové fondy. Vysoké ztráty by dále destabilizovaly už tak nestabilní bankovní systém. V případě takto nestabilního systému by pak hrozilo za prvé nebezpečí runu na banky a následného krachu bank, za druhé by pak hlavně podílové fondy, které drží dluhopisy, jako určitou jistotu, přišly i o tyto jistotní investice. Krach Řecka by vedl nevyhnutelně k zamrznutí mezibankovní důvěry a k dalšímu omezení půjček soukromému sektoru. To by následně vedlo k propadům v hospodářství. Celá akce by nakonec mohla zničit penzijní systémy v celé západní Evropě, neboť jedním z pilířů je právě spoření u soukromých institucí, které, pomocí investic na soukromém trhu, zhodnocují vložené peníze.

7 ODPUŠTĚNÍ DLUHU ŘECKA – AKCE PSI

Hodnota řeckého dluhu dávala, vzhledem k nepochybné neschopnosti Řecka vyrovnat platební bilanci a rozpočet, poměrně jasný signál, že bez odpuštění části dluhu a z toho plynoucího snížení nákladů dluhové služby, nebude možné Řecko postavit opět na nohy. Určitá analogie se dá použít i pro ČR – náklady dluhové služby českého státního dluhu činí, podle dat ČNB (2012), přibližně 80 mld. CZK. Schodek státního rozpočtu činil v roce 2011, podle dat ministerstva financí (MFČR, 2012), 142,8 mld. CZK. Česká obsluha dluhu činí tedy přes 50 % schodku rozpočtu. U Řecka pak tento poměr, podle serveru Businessinfo.cz, činil 16,4 mld. EUR, při schodku 20,246 mld. USD. Podotýkám, že v roce už v Řecku 2011 probíhaly snahy o snižování deficitů, takže Řecko mělo provozní stránku rozpočtu téměř vyrovnanou, schodky tvořila z 80 % právě dluhová služba.

7.1 Důvody k opatrnému přístupu k Řecku

Nevyhnutelnost oddlužení Řecka byla nespornou záležitostí už od roku 2010. Řekové totiž jsou významným státem i z geopolitického hlediska – ovládají přístup do Černého moře přes Egejské moře. Pokud by došlo k vypuknutí chaosu, přestaly by vody Egejského moře být bezpečné a s velkou pravděpodobností by došlo k aktivaci nejen lodí NATO, které by musely v takovém okamžiku hlídkovat a chránit obchodní lodě, ale také černomořské ruské flotily, která kotví na Krymském poloostrově, v přístavu Sevastopol.

Dalším, neméně významným, důvodem byla expozice německých a francouzských bank a podílových fondů k řeckému dluhu. Bylo nutné jim dát možnost se na takový krok připravit a ušetřit je šoku, který by evropské bankovníctví utrpělo při neřízeném a chaotickém bankrotu. Detailně se této problematice věnuji v kapitole *Držitelé řeckých dluhopisů*, na straně 25.

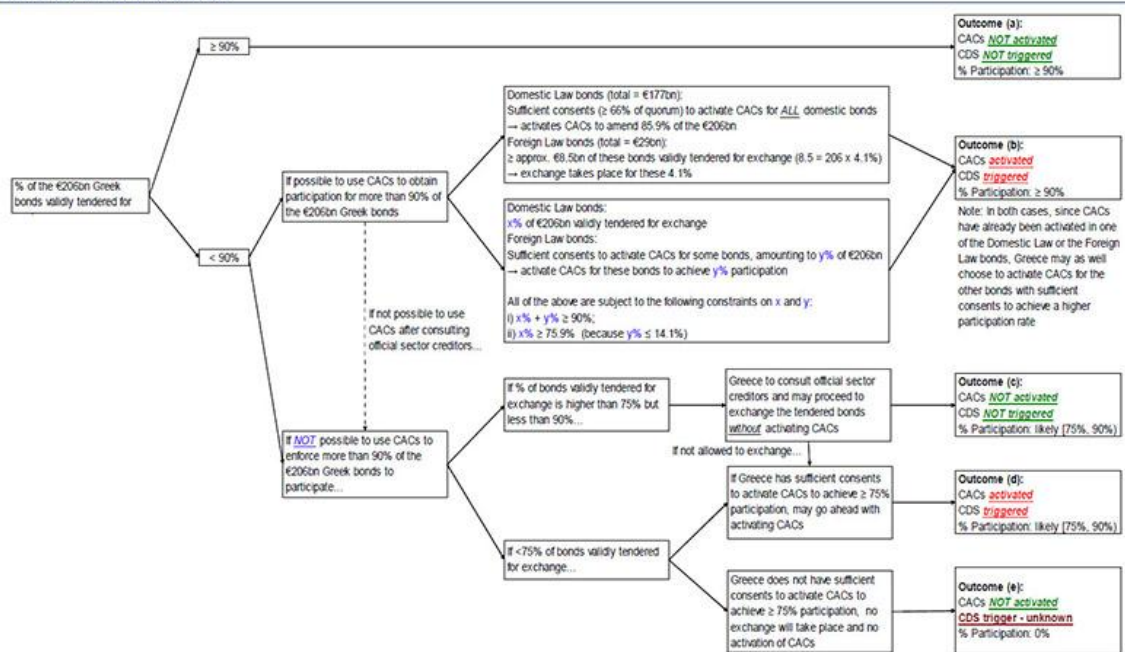
7.2 Collective Action Clause

CAC je zkratka Collective Action Clause, která může být (a většinou je) obsažena v zákonu o vydávání státních dluhopisů. Zjednodušeně se dá říci, že řeší situaci, kdy se dohodne většina věřitelů o tom, že svému dlužníkovi odpustí určitou část dluhu; musí to však udělat určitá část (tady dojde k výměně všech dluhopisů), zbytek je potom k výměně donucen.

7.2.1 CAC a Řecko

V případě Řecka však taková klauzule v zákonech neexistovala. Platí sice mezinárodně uznávané zásady (většinou anglické), ale pod nimi řecké dluhopisy vydávány nebyly. V okamžiku, kdy se začalo mluvit o tom, že bude nutné část řeckého dluhu umazat, přišli Řekové na to, že nemají zákonnou možnost, jak takovou věc provést. Kvůli tomu byl v březnu 2012 schválen zákon, který CAC zavedl, dokonce s retroaktivní platností. Bylo dohodnuto, že banky, které drží dluhopisy s určitou splatností, budou moci své dluhopisy přihlásit do programu PSI (Private Sector Involvement). Klauzule CAC pak mohla být aktivována pouze v případě, že dojde k přihlášení. Pro lepší pochopení toho, jak celý proces probíhal, přikládám rozhodovací strom, který jsem našel na stránkách Tylera Durdena (Durden, 2012).

Chart 1: Greek PSI decision tree



Source: BofA Merrill Lynch Global Research

Obr. 3 – rozhodovací strom řecké CAC

Zdroj: Zerohedge 2012

7.2.2 Průběh jednání o CAC

Z rozhodovacího stromu zcela jasně vyplývají dvě věci. První je, že Řekové měli dvě sady dluhopisů. První, menší (29 mld. EUR), byla vydána pod britskými zásadami, druhou, větší (177 mld. EUR), řešila řeckým parlamentem nově schválená norma. **Důležitý precedens pro celý trh s dluhopisy je, fakt, že řecký parlament zavedl CAC retroaktivně, tedy**

i na dluhopisy, které si jejich majitelé koupili s vědomím, že CAC neexistuje a nemůže být použita(!). Druhá, ještě významnější, byla role, kterou měly sehrát CDS, prodané na řecké dluhopisy. Řekové se nutně potřebovali dostat do stavu, kdy mohli aktivovat CAC a zároveň se vyhnout aktivaci CDS. V dalším textu se nebudu věnovat dluhopisům, řízeným britským právem – jejich objem byl malý a nesehrál na trzích tak důležitou roli.

Hranicí pro aktivaci CAC byla v zákoně stanovena hodnota 66 % hodnoty dluhopisů, vydaných pod novým řeckým právem. Druhou významnou hranicí byla hodnota 90 %. Pokud by objem dluhopisů přihlášených do výměny přesáhl právě 90 %, mohli by Řekové aktivovat CAC a CDS by aktivovány nebyly. Tím by pojišťovnám, zajišťovnám a bankám ušetřily velký objem peněz – nemusely by plnit pojištění, které prodaly a za které už vyinkasovaly peníze.

Většina bank však byla ostře proti jakémukoliv odpouštění dluhu. Do jednání o tom, které banky nakonec do programu PSI své dluhopisy přihlásí, nakonec zasáhla agentura ISDA, která má na starosti trh s CDS. Vydala prohlášení, že CDS nebude možné použít vůbec a tím postavila banky před jednoduchou volbu: Buď přihlásí své dluhopisy do programu výměny a získají dluhopisy s hodnotou nižší o 53,5 % nebo budou čelit nebezpečí, že stát zbankrotuje, nebudou moci použít své CDS a tím budou realizovat 100% ztrátu.

Podle zprávy na stránkách serveru ForexCrunch.com (2012), banky nakonec do programu přihlásily 85,8 % objemu dluhopisů, byl nakonec splněn pouze jeden cíl – CAC mohla být aktivována. Výsledkem nakonec byla i změna stanoviska ISDA, která po proběhnutí celé akce, prohlásila, že CDS na řecké dluhopisy mohou být proplacena.

7.2.3 Výsledek PSI

Výsledek PSI není úplně jednoduché interpretovat bez značné dávky ironie. Událost, která doslova cloumala s trhy, citlivě reagující na každou zprávu, která z Řecka přišla, která stála banky na přímém odpuštění cca 80 mld. EUR, povede, v případě dodržení velmi přísných požadavků mezinárodního společenství, k poklesu řeckého dluhu na 120 % HDP – tedy na hodnotu, ze které Řecko spadlo pro problémů. Po dvaceti letech šetření, privatizací a chudnutí obyvatelstva budou Řekové ve stejné pozici. Podmínkou k takovému výsledku však je politická reprezentace nepoměrně vstřícnější k mezinárodním věřitelům, než k vlastním lidem a absence zásadních přírodních katastrof a událostí, které by měly sílu oslabit ekonomiku Řecka nebo destabilizaci okolního regionu.

8 DRAHÉ KOVY V EKONOMICE

Hlavní měnové kovy, zlato a stříbro, nebyly nikdy rovnocennými. V minulosti byl jejich poměr většinou stanovován uměle, na základě rozhodnutí panovníka s monopolním mincovním a důlním právem (tzv. regálem). Peníze byly tehdy opravdu penězi a měly svou vnitřní hodnotu. Tu představoval objem čistého drahého kovu. Pokud si vezmeme za příklad Francii 13. století, pak jeden zlatý platil za 10 stříbrných (tedy poměr 1:10). Obvyklejší byl však poměr 1:12 (desítková soustava byla ještě v plenkách).

8.1 Inlace ve středověku

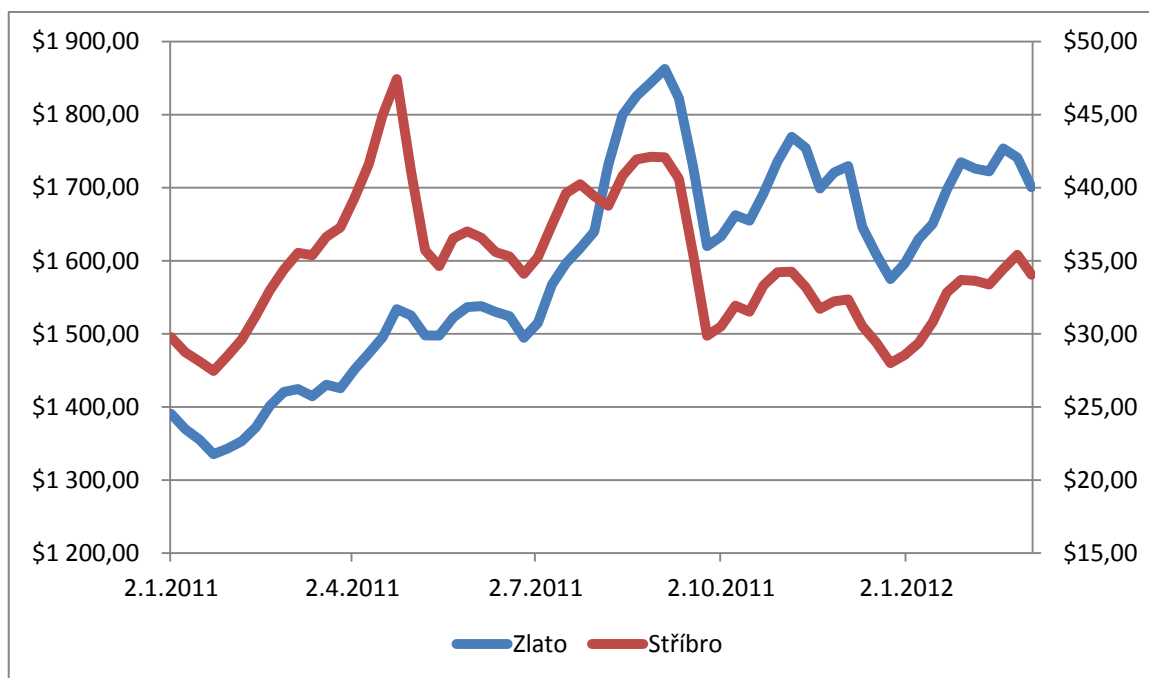
Problém, který řešili lidé ve středověku, byl velmi podobný tomu, jaký řešíme dnes – inflace. Směnný kurz zlata a stříbra byl většinou pevně daný a bylo velmi náročné ho jakkoliv měnit. S čím se však dalo manipulovat velmi dobře, to byl poměr cenného kovu k hmotnosti mince, tam se na inflaci dalo zapracovat nepoměrně lépe. Vzniku a průběhu inflace v období pádu Římské říše věnuji celou jednu kapitolu na straně 34. Stav, kdy se snižovala hodnota peněz, byl samozřejmě pro ekonomiku státu nevýhodný úplně stejně, jako je dnes. Lidé nechtěli peníze držet a hlavně přijímat. Tomuto jevu se věnuje i docent Král v knize *Mezinárodní Finance* (2010, s. 160). Nikdo nevěděl, jestli mince, za kterou mění zboží, má opravdu hodnotu, jakou má mít. O tom, že by v takových mincích dokonce ukládal jmění asi v dobách, kdy existovalo podezření, že panovník „kazí“ peníze³, mnoho lidí neuvažovalo. Že to nebylo nijak složité, umožnila panovníkům povaha mincí, a hlavně fyzikální vlastnosti drahých kovů, z nichž byly raženy. Ty byly totiž měkké. Zlaté, stejně jako stříbrné mince, podléhaly v oběhu rychlému opotřebení a bylo nutné je přerážet. Pokud si měly udržet kvalitu i v zahraničí, nebylo možné jim dodávat lepší fyzikální vlastnosti pomocí příměsí jiných kovů a tím snižovat jejich ryzost. Panovník proto jednou za určité období poručil stáhnout peníze z oběhu, roztavit je a vyrazit z kovu peníze nové (popřípadě jich vyrazit víc, než původně).

Na poměru zhruba 1:10 – 1:12 se samozřejmě zlato dodnes neudrželo a tento stav nahrává teoriím o bublině na zlatě. Vývoj poměru ceny zlata a stříbra od roku 2007 ukazuje *Obr. 4*. Graf je doplněn hodnotami směnného kurzu dvou hlavních světových měn, eura a dolaru.

³ Ve středověku se lidem, jako jsou dnešní centrální bankéři, říkalo „Penězokazci“

Inverzní chování je možné odvodit i z obrázku, korelační koeficient je, jak ukazuje *Tab. 2*, přibližně $-0,3$ – z toho můžeme odvodit, že závislost poměru zlata a stříbra a euro dolaru je nepřímá, zhruba třicetiprocentní.

8.2 Moderní vývoj poměru ceny zlata a stříbra



Obr. 4 – vývoj ceny zlata a stříbra od ledna roku 2011

Zdroj dat: Kitco, vlastní zpracování

Co se ceny zlata a stříbra týče, jenom prokážu starou dobrou známou věc, že korelace vývoje jejich cen je silná, hlavně co se denních pohybů týče – jejich korelace od začátku roku 2011 do současnosti je velmi silná, korelační koeficient je vyšší, než $0,9$, jak ukazuje *Tab. 1*. Z výsledku lze usuzovat, že pohyb ceny zlata a stříbra je z více než 90% stejný.

*Tab. 1 – korelační koeficient
ceny zlata a stříbra na světových
tržích*

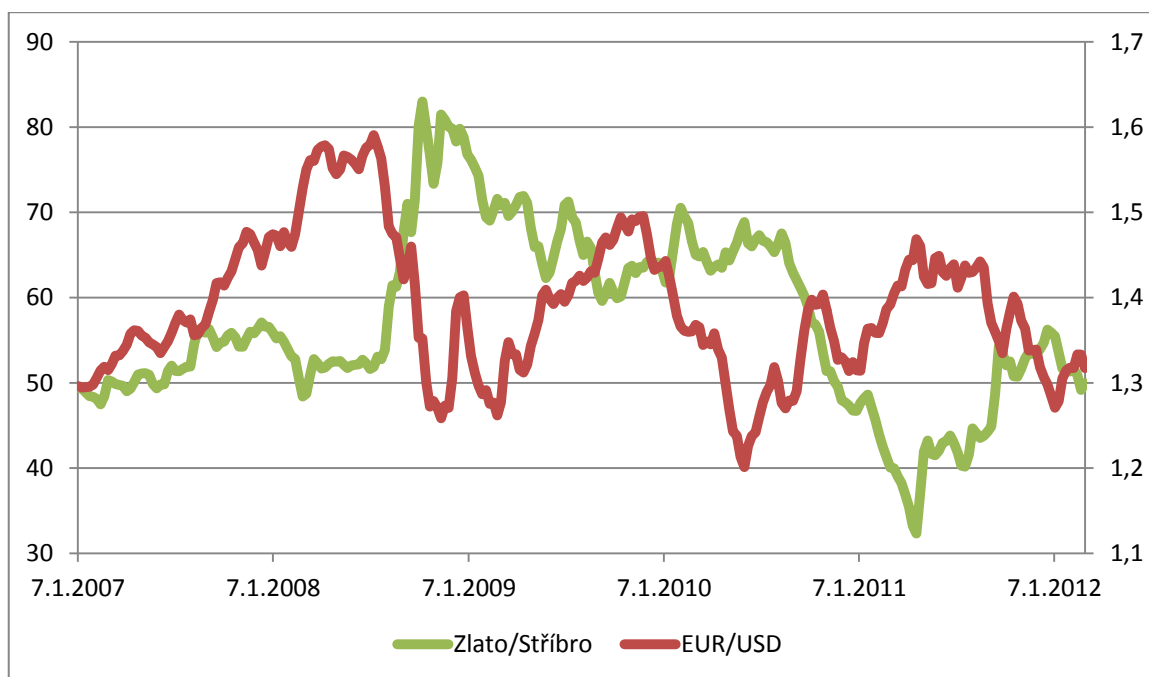
	Zlato	Stříbro
Zlato	100,00%	
Stříbro	90,83%	100,00%

Vlastní zpracování

Tab. 2 – hodnota korelačního koeficientu pro závislost EUR/USD na Au/Ag

	EUR/USD	Au/Ag
EUR/USD	100,00%	
Au/Ag	-30,51%	100,00%

Vlastní zpracování



Obr. 5 – vývoj poměru ceny zlata k ceně stříbra za posledních 5 let

Zdroj dat: obchodní platforma HighSky, vlastní zpracování

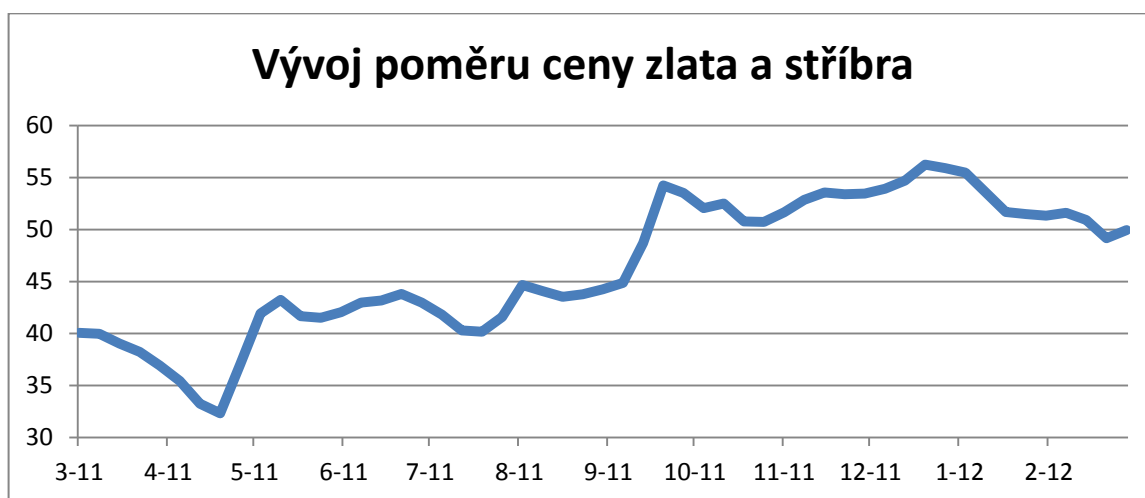
Nakolik je dolar jedinou měnou, ve které je v současnosti kotována cena zlata na hlavních trzích, začali někteří ekonomové používat zlato, jako měřítko světové inflace a inflace dolaru. Všeobecně jde zřejmě hlavně o vzpomínky na historii, kde byl drahý kov buď přímo jistou částí mincí, nebo byly kdykoliv za zlato směnitelné. Při dnešní šíři portfolií výrobců, není problém najít takové výrobky, které se vyráběly v minulosti a vyrábí se i dnes. Budu však do jisté míry s touto teorií polemizovat, i když vyvrátit ji není zřejmě v mých silách.

8.2.1 Zlato, jako ukazatel inflace dolaru

Jako příklad se při takovém srovnání udává ručně, na míru šitý pánský oblek, o kterém se říká, že v roce 1910 stál kolem 25 USD, což tehdy odpovídalo jedné unci zlata. V dnešní době jedna unce zlata, stojí kolem 1 700 USD. Podle stránek, které se mi podařilo najít,

začínají na zakázku šité obleky v USA opravdu na cenách kolem 1200 USD (použil jsem pouhého vyhledávače Google. Případní zájemci o ověření mohou použít podobný postup). Samozřejmě za předpokladu, že se nebudeme dívat na drahé obleky z drahých materiálů. Co však je vtipné, je fakt, že pokud do vyhledávače napíšete „*a tailor made suit*“, tedy na míru šitý oblek, vyjedou vám odkazy na lidi, kteří se ptají na to, kde si je výhodné nechat oblek ušít, většinou v Asii.

Dalším zbožím, které bychom mohli použít pro srovnání, je osobní automobil. Abychom se nemuseli, stejně jako u obleků, zabývat na míru vyráběnými artikly, budeme muset zavítat do předobrazu továrny páně Bati, pana Henryho Forda a jeho prvního, sériově vyráběného vozu, Fordu T. Jeho cena byla 850 USD. Podle dat z dokumentu National Mining Association (2011) stála jedna unce zlata kolem roku 1900 kolem 19 USD. Za jeden vůz Ford tedy bylo nutno zaplatit něco přes 44 uncí zlata. V současnosti bychom mohli vzít nejoblíbenější vůz v USA, Hondu Accord (jedná se o sedan střední třídy, srovnatelný dostupností s Fordem T). Jeho cena začíná lehce nad 21 380 USD (opět hledání na Google). Momentálně stojí zlato cca 1700 USD, tedy za automobil, který se momentálně prodává v USA nejvíce, musíme zaplatit 12 uncí zlata. Srovnání s oblekem však není úplně přesné. Množství lidské, ruční práce na automobilu je samozřejmě úplně jiná, než kolem roku 1900, na obleku je velmi podobné, dostupnost aut je dnes úplně jiná, než v době Fordu T a hlavně je výsledek tohoto srovnání závislý na tom, jaké auto zvolíme do porovnání – objektivně můžeme vybrat automobil, který perfektně splní požadavek na stejnou cenu ve zlatě, nebo můžeme vybrat vůz, který se bude cenou zásadně lišit.



Obr. 6 – vývoj poměru ceny zlata a stříbra za 12 měsíců

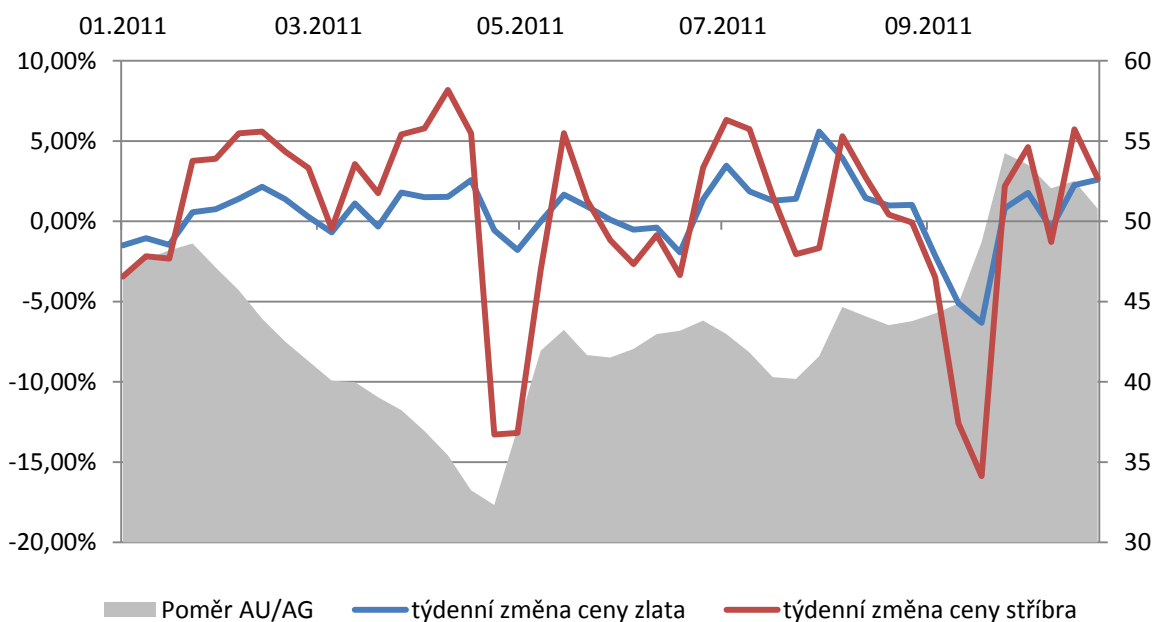
Zdroj dat: obchodní platforma Saxo Bank, vlastní zpracování

8.2.2 Poměr ceny zlata a stříbra

Podíváme-li se na vývoj posledních 12 měsíců, který ukazuje *Obr. 6*, vidíme začátek poměrně masivního růstu v době, kdy se naplno rozbíhá řecká dluhová krize. Z toho je možné usuzovat, že je zlato nepoměrně citlivější na výkyvy v riziku na trzích, než je tomu u stříbra. Důvod k tomuto kroku vidím hlavně v rozdílném vnímání zlata a stříbra. Zatímco zlato je do značné míry vnímáno, jako hlavní investiční drahý kov, stříbro tento dojem na trzích v takové míře nebudí, je mnoha investory správně vnímáno i jako průmyslová surovina, citlivá hlavně na výkyvy v elektronickém průmyslu. Navíc je nutné rozlišovat mezi cenou fyzického kovu a futures kontrakty, jejichž cena je nižší a mnohem volatilnější.

Důvodem tohoto růstu je hlavně rostoucí cena zlata, kterou stříbro nekopírovalo. Do značné míry šlo o snahu obchodníků dále vydělat na přehřátém a překoupeném trhu. Skutečnost, že na zlatu v roce 2011 bublina opravdu vznikla, dokazuje *Obr. 7*. V období masivního růstu cen zlata v průběhu června až srpna 2011 docházelo k růstu cen zlata, který kopírovala i cena stříbra, poměr tak zůstával zhruba stejný, i když cena zlata rostla velmi rychlým tempem, téměř 6 % za týden.

Týdenní změna ceny zlata



Obr. 7 – intraweek rozdíly zavíracích cen zlata

Zdroj dat: Obchodní platforma Saxo Bank, vlastní zpracování

Poměr opět začal klesat v okamžiku, kdy se začala rýsovat dohoda o pomoci Řecku a oddálil se případný krach země a celé Eurozóny. Vzhledem k tomu, že Řekové jsou na dlouhou dobu z problémů venku, je třeba čekat, který stát bude dalším, který se dostane do problémů – kandidáty jsou Španělsko, Portugalsko a Itálie. Podle mého názoru je dalším cílem dluhové krize Portugalsko. Proč se tak domnívám, osvětlím v kapitole *Platební neschopnost států*.

8.3 Cena zlata při zavedení zlatého standardu

V poslední době se široce rozvinula debata na téma znovuvytvoření zlatého standardu pro světové měny. Tuto debatu považuji za přinejmenším zajímavou, postrádám v ní však realistický pohled na to, jak by takový krok byl proveden. V dalších částech této kapitoly ukáží na to, že obnovení zlatého standardu bylo vždy poměrně náročnou a pro generaci, která jím byla zasažena, extrémně nákladnou operací. Budu vycházet z předpokladu, že zlatem budou kryté peníze, které už fungují a obíhají.

8.3.1 Objem peněz v ekonomice

Pro měření objemu peněz v ekonomice se používají tzv. peněžní agregáty. Nakolik by bylo bezvýznamné sledovat české koruny, budu používat terminologii a data z USA. Tam se podle stránek (HowStuffWorks, 2009) peněžní agregáty dělí na:

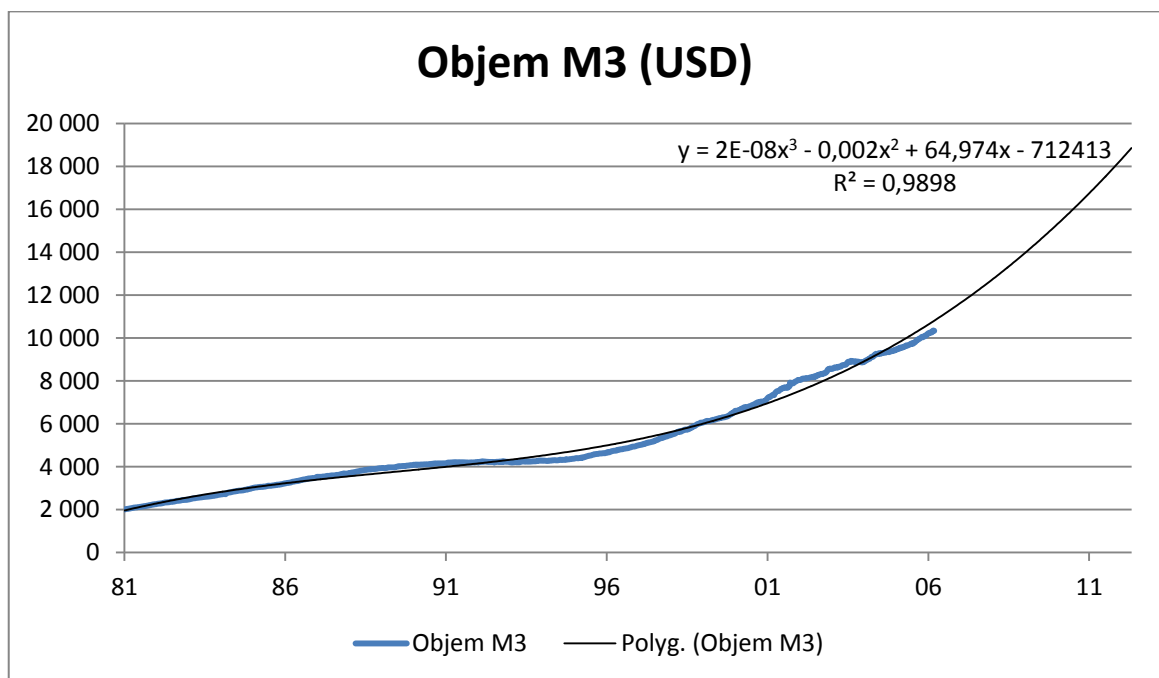
- **M0** – fyzické peníze, v kovové a papírové formě.
- **M1** – M0, navýšený o běžné účty v bankách, cestovní šeky.
- **M2** – M1, navýšený o spořicí účty a termínované vklady a maloobjemové depozitní certifikáty.
- **M3** – M2, navýšený dále o velkoobjemové depozitní certifikáty.

Toto dělení se však v literatuře velmi liší. Někteří autoři nepoužívají agregát M0 a hotové peníze řadí do M1, na druhé straně pak někteří autoři používají ještě agregáty M4 a M5. Pro mé účely však velmi dobře poslouží toto rozdělení, které vyděluje hotové peníze a nesahá až do peněz, které vytváří deriváty (M4) a fyzické cenné kovy (M5).

Objem peněz, který je v ekonomice, je velmi těžké odhadnout. Jedním z hlavních důvodů je systém částečných bankovních rezerv, který umožňuje komerčním bankám peníze vytvářet, centrální banka má tak ztíženou pozici při odhadování. Dalším důvodem je pak velmi uvolněná politika centrálních bank, které kvůli záchraně svých ekonomik, pustily do

oběhu velké množství peněz, které dále obíhají a jsou multiplikovány skrze peněžní multiplifikátory.

Pro únor 2012 odhadoval FED objem agregátu M1 na 2 195 miliard USD, objem M2 na 9 755,2 miliard USD. U agregátu M3 však nastává zásadní problém. Jeho objem sledoval a zveřejňoval FED pouze do roku 2006. Data po tomto datu chybí. Nakolik je však chci použít, vypomohu si jednoduchým výpočtem a provedu interpolaci dat a extrapolaci této hodnoty do současnosti.



Obr. 8 – vývoj a predikce objemu M3 v ekonomice USA a globální ekonomice

Zdroj dat: FED

Nejvýhodnější se ukázala polynomičká funkce třetího stupně, hodnota jejího koeficientu determinace je rovna 98,98 %. Její extrapolací do roku 2012 jsme získali přibližnou hodnotu 18 000 mld. USD. Polynom třetího stupně úplně nevystihuje podstatu toho, jak se trhy vyvíjí. Zaváhání kolem roku 1990 je způsobeno japonskou krizí, po které pokračuje zrychlujícím se tempem vytváření peněz v ekonomice. Nemám však důvod se domnívat, že se snižovalo tempo vytváření peněz v ekonomice, protože v období po roce 2000 musely být trhy zachraňovány hned několikrát:

- V případě .com bubble
- V případě 9/11
- V případě splasknutí realitní bubliny a pádu banky Lehman Brothers

Všechny tyto události vedly k uvolňování monetární politiky a vytváření nových peněz na ochranu trhů.

8.3.2 Problémy vytvoření zlatého standardu

Pokud by tedy vláda USA chtěla přistoupit k zlatem kryté měně a nechtěla riskovat, že část lidí přijde o nemalé peníze, musela by zlatem krýt celkovou hodnotu 18 000 mld. USD. Momentálně drží USA, podle agentury World Gold Council, 8 133,5 tun zlata, 20 největších držitelů zlata na světě pak drží dohromady cca 24 500 tun zlata. Pokud přepočítáme tento objem peněz na objem zlata, který momentálně drží FED, vyjde nám, že reálná hodnota jedné unce zlata by měla být téměř 69 000 USD. Pokud by USA přesvědčily, ať už silou nebo vyjednáváním, aby 20 největších držitelů zlata poskytlo své zásoby pro krytí amerických peněz, vyjde nám hodnota téměř 23 000 USD. Podotýkám, že tento výpočet je velmi hrubý a, hlavně v případě uvažování použití světových zásoby zlata na pokrytí dolaru, přinejmenším nepravděpodobný.

Tab. 3 – přepočet ceny zlata na současný objem peněžního agregátu

Hodnoty z USD		za kg	za g	za O.Z.
M3	1,8E+13			
Cena za tunu zlata (USA)	2 213 069 404	2 213 069	2 213	68 826
Cena za tunu zlata (Svět)	734 960 863	734 961	735	22 857

Podobný výpočet používají lidé, kteří argumentují silným podhodnocením zlata na světových trzích. Takové zhodnocení je opravdu lákavé. Bylo by k němu nutno pouze rozhodnutí vlády USA a několika světových institucí. Vývoj cen zlata ukazuje *Obr. 4* na straně 31. Jeho cena se za celou dobu vývoje lidstva nejen že nedostala nad 2000 USD za o.z. ale hlavně se nedostala přes poměr 1:60 ke stříbru.

8.3.3 Pravděpodobný průběh zavedení zlatého standardu

Mnohem pravděpodobnější průběh vidím v tom, že by se státy snažily dostat zlato od svých obyvatel. Konec konců to dělali nejen římscí císaři (jak jsem popisoval v části *Inflace v Římské říši* na straně 11), ale také americká vláda v roce 1933. Precedens by pro takový postup v historii určitě byl, dokonce i v nepříliš vzdálené minulosti 20. století. Vlády by lidem zkrátka zlato nenechaly, spíše by se ho snažily co nejelegantněji a nejrychleji dostat pod svou kontrolu. I malé množství zlata, které by lidem vlády ponechaly, by však získalo obrovsky na hodnotě. Proto bych předpokládal, že by došlo k jednorázovému zdanění to-

hoto výnosu zlata a tím by vlády nejen dostaly množství zlata mezi svými občany na nižší hodnotu, ale hlavně by naplnily prázdné státní pokladny.

Posledním a zřejmě nejdůležitějším krokem by potom byla měnová reforma, která by zlikvidovala tou dobou bezcennou měnu a místo ní nastolila novou, krytou zlatem. Vzhledem k vysoké ceně zlata by pak byl pravděpodobný směnný poměr vyšší, než 1:50. 1:50 by totiž dostal hodnotu zlata na stav, který máme momentálně. Podle mého názoru by snaha vlády byla dostat cenu zlata na ještě nižší hodnoty.

8.3.4 Alternativní postup

Alternativním postupem zavedení zlatého standardu by pak byl přesný opak. To znamená nechat měnu oslabit vůči zlatu do té míry, aby se zlato stalo nedosažitelným pro valnou většinu obyvatelstva a donutit ho spoléhat pouze na zlatem krytou měnu, která by měla vysoký směnný poměr a znemožnila by širokým vrstvám obyvatelstva jeho fyzický nákup a držení. Osobně považuji tento scénář za nepoměrně pravděpodobnější, než návrat k takové hodnotě zlata, která by umožnila široké vrstvě lidí zlato fyzicky držet.

Hlavním důvodem, který mě k tomu vede, je současný rozvoj bezhotovostního platebního systému, který by vyloučil držbu zlata a jeho oběh – zlato by stejně neobíhalo. Dalším důvodem by byla, při mohutné a celosvětové měnové reformě, nesmírná deflace, která by mohla vyústit v dlouhodobou stagnaci, neboť by lidé čekali, až se sníží ceny a došlo by zásadnímu oslabení globální poptávky a zásadnímu poklesu cen u aktiv, dosud vnímaných, jako ochrana proti inflaci, jako jsou právě zlato, stříbro nebo reality.

Vytvoření zlatem kryté měny bez měnové reformy, pouhým masivním oslabením vůči zlatu (nebo jinému aktivu, které by bylo stanoveno, jako krytí) by naopak vedlo k možnosti vytvoření elektronické měny a hlavně mnohem lepším kontrole nad ekonomikou, kterou by ještě širší rozšíření bezhotovostních plateb a dost možná i centrálního účtování na celostátní úrovni zásadně zjednodušilo.

8.4 Inflace v Římské říši

Poměrně zajímavý scénář toho, jak se chová stát v okamžiku, kdy se hroučí vlastní vahou, ukazuje období konce Římské říše. Do značné míry je možné předpokládat, že do jisté míry se mohou analogicky chovat i dnešní státy. Z pohledu práce nejzajímavější období je období tzv. *Krize třetího století*. Jako hlavní důvod problémů se ukázala být kombinace

enormního růstu státních výdajů, které vládcí láтали zvyšováním daní. Když ani to nepomohlo, přistoupil panovník k penězokazectví.

8.4.1 Mechanismus inflace v systému drahých kovů

Pro tuto část jsem použil článek profesora Josepha Pedena (2009). Výchozí mincí v Římské říši byly stříbrné denáry, zavedené císařem Augustem, jako mince, ve kterých bylo 95 % stříbra (v 1. století před Kristem). Postupně byl snižován poměr stříbra v mincích až na 55 % za císaře Caracalla. Vnitřní hodnota peněz se, stejně jako v současnosti, odrážela zejména v mezinárodním obchodě. Mince, které neměly požadovaný poměr drahého kovu, nechtěli zahraniční obchodníci přijímat, a proto museli přijít římské obchodníci na platbu stříbrnými pruty, které nebyly tak pohodlné, ani prestižní pro říši.

Stejně, jako kazil Caracalla stříbrné denáry, kazil i zlaté mince (*Aureus*). Za doby císaře Augusta se z libry (328 g) ryzího zlata razilo 45 zlatých mincí. Caracalla za dvacet let své vlády, zvýšil počet na 72 mincí ze stejného množství zlata.

Caracalla sice mince kazil, ale opravdovou zhoubu přinesly Římské říši až nájezdy barbarů a občanské války v období let 258 – 275 po Kristu. Objem stříbra se v té době snížil až na 0,5 %. To s sebou nutně muselo přinést inflaci (udává se kolem 1 000 %) a samozřejmě totální znehodnocení úspor lidí, kteří drželi staré mince s vyšším poměrem.

Že takový systém nemohl fungovat dlouho, je nasnadě. Další císaři proto prováděli více či méně úspěšné měnové reformy, kterými se snažili stabilizovat ceny a obnovit funkci peněz. Velkou reformu provedl císař Konstantin, zavedením nové mince – *Solidu*. Jeho hodnota byla 72 mincí k jedné libře zlata. Zlato pro tuto reformu získal císař zdaněním senátorů, zdanění kapitálu obchodníků a požadavkem, aby renty ze státních pozemků, které byly pronajaté, byly placeny zlatem (stejně, jako dvě předcházející daně) a konfiskací zlata a stříbra z pokladen měst z východní části říše. Posledním, a poněkud kontroverzním krokem, bylo vykradení pohanských chrámů na území Římské říše (Konstantin se totiž nechal pokřtít a jako křesťanskému císaři už mu to zřejmě zásadní nečinilo problém).

Problémem celého systému ale zůstávala inflace a hlavně okradení lidí, kteří kvůli inflaci přišli o majetek, uložený v mincích. Čisté zlato si hodnotu udrželo, ne každý na něj však dosáhl. Co bylo ještě horší, stát odmítal na inflaci tratit, a proto vyžadoval platbu daní buď v naturáliích, nebo přímo ve zlatě.

Další zajímavou částí historie Říma jsou snahy císařů o dvourychlostní ekonomiku. Císaři bylo jasné, že pokud se chce udržet na svém trůně, musí mít někoho, na koho inflace ani reformy nijak zásadně nedopadnou a komu zaručí, že dokud bude na trůně, nemusí se nijak zásadně inflace bát. V době Říma to byli státní úředníci a hlavně vojáci. Ti totiž dostávali svůj plat buď v naturáliích, nebo ve zlatě. Tím pádem neměli problémy se snižováním hodnoty mincí a císaři zůstávali loajální, i když zbytek říše trpěl špatnou politikou.

8.4.2 Analogie se současným vývojem

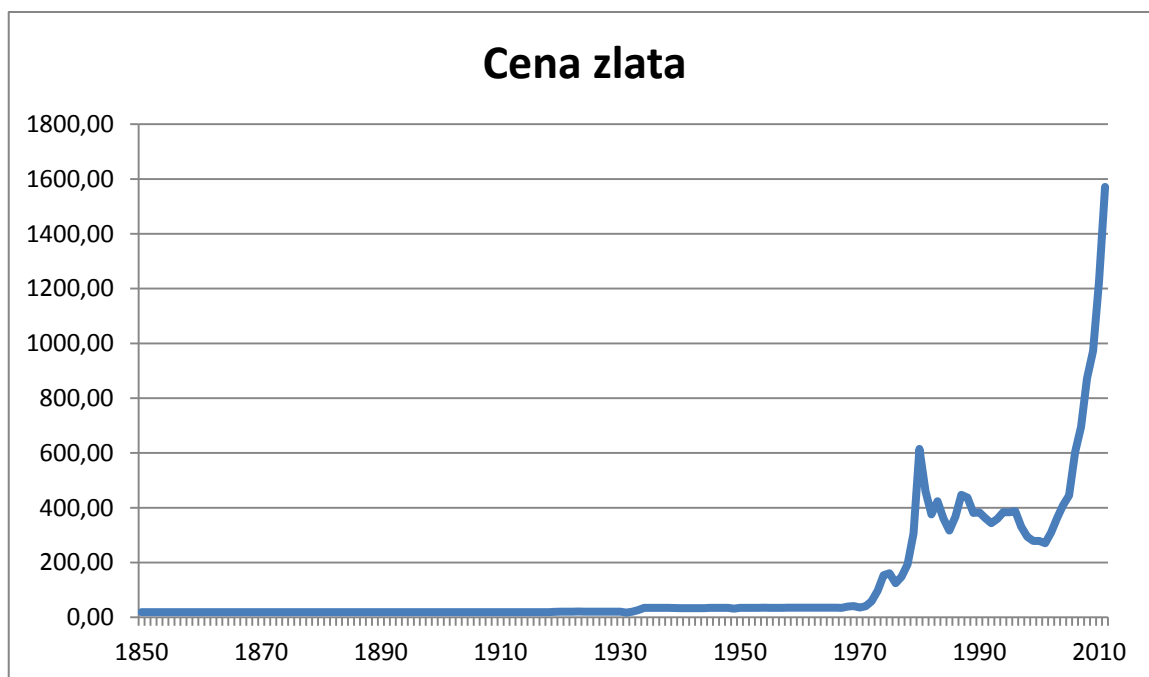
Zásadním momentem, který se objevil v obou obdobích, je snaha udržet systém, přestože se hroutí vlastní vahou, za každou cenu. Prvním krokem, který vládnoucí elity učiní, je zvýšení daní. Tyto daně by sice měly možnost pokrýt zvýšené státní výdaje, jejich vysoká sazba však část lidí odradí od jejich placení a část lidí je neplatí, protože nemá prostředky na jejich zaplacení (zvvyšování nepřímých daní je jedním z nejzářnějších příkladů).

V okamžiku, kdy začne být jasné, že daně nejsou cestou, nastoupí vytváření inflačních peněz. Stejně se chovají i současné systémy. Inflační peníze však vedou zejména k rychlejšímu kolapsu systému, protože nejen že ničí úspory, ale také zpomalují zahraniční obchod a brání akumulaci kapitálu, který je nutný pro další investice, bez kterých pak není možné udržet ekonomiku státu funkční.

O koho se elity opírají, je možné zjistit podle toho, koho před inflací chrání. Zatímco v Římě nepřežil dlouho panovník, který se znelíbil armádě a hlavně Pretoriánským gardám, dnešní elity, naprosto evidentně, necítí potřebu vydržovat armádu, ani policejní složky. Naprosto markantní je tento stav v ČR, kde došlo během poměrně krátké doby k devastaci policie a hlavně k zásadní redukci armády. Z toho lze usuzovat, že na (domácí...?) armádu, ani na policii elity nespolehají. Otázka je potom nasnadě: „*Na koho tedy spolehají?*“ České zřejmě na nikoho. Z toho poměrně jasně vyplývá, že v případě kolapsu systému hodlají zemi opustit a ponechat ji svému osudu nebo spolehají na zásah okolních zemí, které stále ještě armády mají.

Ve světě je ale vidět snaha co nejvíce chránit banky, zejména ty velké. Ať už jsou to programy, jako QE nebo LTRO (které, i přes odlišný mechanismus fungování, plní stejné cíle) nebo půjčky bankám přímo ze strany centrálních bank nebo vlád a uplatňování hesla „*Too big to fail.*“

Posledním krokem, který má, jako jediný, sílu zastavit inflační spirálu, je měnová reforma, zavádějící jako platidlo statek, který všichni vnímají jako bezpečný přístav a jsou ochotní ho přijmout pod podmínkou garancí jeho kvality – zlato. Jak reforma probíhá, je také celkem jasné. Stát, v okamžiku, kdy čelí vysoké inflaci nebo nebezpečí totálního bankrotu, provádí i věci, jako výběr daní v hard assets nebo přímo ve zlatě, aby se uchránil od inflační spirály, kterou sám spustil. Důležitým momentem takového kroku je i konfiskace fyzického zlata od obyvatel státu (ať už povinná nebo dobrovolná). Dokladem, že se to netýká pouze Římské říše začátku našeho věku, je fakt, že k tomu došlo v USA v roce 1933, na základě *Presidential Executive Order 6102* prezidenta Roosevelta (v podstatě předchůdce IEEPA, kterému se věnuji ve stejnojmenné kapitole na straně 20.



Obr. 9 – Průměrná roční cena zlata od roku 1850 do současnosti

Zdroj dat: NMA (2012), vlastní zpracování

9 ZLATO – OBYČEJNÝ SMĚNNÝ STATEK

Že je zlato obyčejný směnný statek, který podléhá inflaci, jako každý jiný, pokud je ho v ekonomice nadbytek, ukazuje Peter L. Bernstein v knize Dějiny zlata (Bernstein, 2004, s. 139 – 156). Ten poukazuje na to, že v období velkých zámořských objevů, kdy probíhalo jedno z největších drancování zámořských území v dějinách, tedy v období 16. stol., došlo k zásadnímu nárůstu objemu zlata v ekonomice. Ze střední a Jižní Ameriky bylo v průběhu zhruba 100 let dovezeno obrovské množství zlata, odhad v knížce mluví až o pětinasobném nárůstu objemu zlata v evropské ekonomice (pouze podotýkám, že v tomto období končila rozvinutá Evropa německými státy – středoevropské státy byly do doby, než ji opět dostaly na výši Habsburkové, vnímány, jako kacířské a díky absenci širšího obchodu absolutně nedržely krok se státy, které byly leadery vývoje, hlavně Nizozemí a Velká Británie). Díky tomu neprobíhal dálkový obchod, který by mohl dostat španělské zlato do Českých zemí.

Takový objem zlata navíc, podle autora, sloužil zhruba 70 milionům lidí. Co se objemu zlata, které do Evropy z Ameriky dorazilo, týče, je poměrně těžké ho odhadnout. Jisté vodítko může poskytnout počet lodí a jejich tonáž. Obvyklá tonáž lodí, které se pro zaoceánské plavby používaly, byla kolem 200 tun. Tato hodnota sice v průběhu času rostla, ale pokud vezmeme v úvahu fakt, že jen v průběhu roku 1564 dorazilo do přístavu Sevilla 154 takových lodí. Takový odhad je velmi nepřesný, ale pokud do jediného přístavu v Evropě dorazilo během roku cca 30 000 tun zlata (a do Evropy určitě neproudilo zlato jenom jedním přístavem a jeden rok), pak vidíme, že jenom jeden přístav a jeden rok zprostředkoval pro jednoho obyvatele Evropy téměř 14 uncí zlata. Pokud vezmeme v úvahu, že největší rozmach zaznamenaly importy zlata v období cca 50 let, zjistíme, že na dnešní poměry vydělal průměrný Evropan 20 milionů CZK (i když v reálu spíše dost ztratil, kvůli inflaci). Období 50 let se blížilo v té době průměrné délce života, takže můžeme toto období, bez velkého přehánění, prohlásit za „zlatou generaci“.

Evropa se však tou dobou velmi pomalu vzpamatovávala z morových ran, její zemědělství nebylo s to držet krok s probíhající populační explozí. S trochou fantazie se opět dostáváme k analogii s dneškem. Poměrně alarmující je v tomto ohledu i zpráva *Information And External Relations Division of UNFPA* (OSN, 2011). Ta říká, že na světě jsou sice zdroje, které jsou schopné uživit sedmimiliardovou populaci, ale v žádném případě nejsou na světě rozloženy tak, aby respektovaly hustotu populace. Někteří autoři (např. Petr Jánský z Univerzity Karlovy (2011)) pak říkají, že „zatím všichni proroci konce světa, zapříčině-

ném nedostatkem potravin, dokonce i Malthusiáni, se mýlili a že je vždy „zradil“ technologický pokrok a vyšší míra produktivity.“

Zde si dovolím jistou polemiku. Podíváme-li se kolem sebe, vidíme začínající tlak na to, aby se potraviny začaly pěstovat méně produktivně. Troufám si tvrdit, že všechny požadavky na biokvalitu potravin a na chov hospodářských zvířat v lepších podmínkách jsou právě popřením snahy o vyšší produktivitu. Nároky vyspělého světa na lepší kvalitu potravin a humánní zacházení se zvířaty jsou v ohledu udržení „sytosti světa“ silně kontraproduktivní, stejně jako požadavek na ekologické hospodaření na menších plochách. Bez průmyslového přístupu se vracíme produktivitou do historie a nižší výnosy u potravin, které nejsou šlechtěné, a není jim pomáháno od parazitů, povedou k dalšímu růstu cen potravin.

Stejně tak rybolov, který mnoha zemím zaručoval po staletí v podstatě nevyčerpatelnou zásobu potravin je na kraji svých produkčních možností. Technická omezení lodí, sítí a lidské práce v podstatě zaručovaly to, že se ryby mohly klidně množit a žít v oblastech, kam většina lodí nebyla schopná doplout a větší hloubky zase nebyly dosažitelné málo pevnými sítěmi. Nehledě na etický aspekt dřívějších rybářů, kteří měli silně zafixováno, že mladé ryby se prostě nechytají a vrací se zpátky do vody (asi si uměli spočítat, že za rok se té ryby nenají jenom on, ale ji celá jeho rodina a ještě založí novou generaci, aby se najedl i za rok – na to se vyplatí si počkat).

10 SROVNÁNÍ LTRO A QE

V této kapitole se budu zabývat dvěma pokusy významných centrálních bank o stabilizaci hospodářství, jejich odlišnými postupy a výsledky. Na hodnocení toho, jestli byly operace úspěšné, je samozřejmě ještě brzy, krátkodobé výsledky je však možné už vidět.

10.1 Quantitative Easing (QE)

QE je zkratka operace, kterou prováděl FED ve dvou vlnách, aby odvrátil hrozící krach amerického bankovního systému a tím i celé ekonomiky. QE je některými ekonomy považována za poslední pokus, který byl učiněn tak trochu na slepo a v hodině dvanácté a byl naštěstí funkční. Jeho primární cíle byly dva. Prvním je razantní navýšení objemu peněz v ekonomice a druhým je snížení úrokových měr na dluhopisech.

Obojího dosáhl nakupováním dluhopisů a dalších finančních instrumentů od centrálních bank. Díky nárůstu poptávky po nich klesají jejich úrokové míry a komerční banky dostávají další peníze, které by měly použít na nové úvěry, které rozproudí ekonomiku. Vedlejším, ale velmi důležitým účinkem je také to, že FED takto umožnil komerčním bankám zbavit se části nekvalitních (a dodejme, že bezcenných) aktiv, jako jsou CDO a CMO apod., které by od nich nikdo jiný nekoupil a ony by je musely nejprve přecenit na fair value (tedy na 0) a následně odepsat, čímž by jim dále vznikaly ztráty.

Výhodou skokového zvětšení objemu peněz v ekonomice, jakou je americká, je také fakt, že valná většina těchto peněz se postupně přelije na peněžní, ale hlavně na kapitálové trhy, nezůstává v ekonomice a nevytváří poptávkovou inflaci. Díky tomu pak rostou akcie podniků, kotovaných na burze a ty, díky tomu, mohou lépe financovat své nové aktivity, protože díky růstu cen svých akcií dostanou za nově upsané více peněz. Na americkém trhu totiž funguje model, kdy novou expanzi firem nefinancují banky, jako v Evropě, ale fungující kapitálové trhy, kam si firmy chodí pro peníze na růst z cizích zdrojů.

10.1.1 Okamžité výsledky

Okamžitým výsledkem QE bylo ukončení pádu cen amerických aktiv na burzách. Banky, které se zbavily špatně oceněných aktiv a tím obnovily alespoň částečně svou důvěryhodnost, začaly opět využívat úvěrové linky a půjčovat Američanům na spotřebu, která je důležitou součástí amerického HDP. Díky tomu se firmy mohly znovu postavit na nohy a výsledky tohoto kroku ukazují doslova vynikající výsledky některých amerických firem,

které přichází v rámci pravidelného zveřejňování výsledků firem, obchodovaných na americké burze.

Vývoj indexu S&P 500 a průběhu kvantitativního uvolňování



Obr. 10 – vývoj indexu S&P v průběhu QE

Zdroj: Patria online

10.1.2 Nebezpečí QE

QE byla, z pohledu americké centrální banky nesporně úspěšnou akcí. Došlo k zastavení růstu úrokových sazeb na amerických dluhopisech, zastavil se pád akciových indexů. Hlavně díky těmto dvěma efektům se americká ekonomika stabilizovala, akciové trhy zažily v Q1 2012 největší růst své historie. To všechno jsou výsledky, které můžeme považovat za pozitivní. Negativním výsledkem však byl silný růst cen ropy a potravin, který pocítujeme dosud. Trhy se staly závislé na dodávkách likvidity. Je pravděpodobné, že pokud nedojde k dalším injekcím, indexy ze stávajících vysokých hodnot pomalu (ale možná i rychle) ustoupí dolů a vládu nad trhem převzou medvědi.

Pro stav, který zejména na americkém trhu vládne, se vžilo pojmenování „*Waiting for hopium*“. QE hrozí při každém svém provedení dalším masivním znehodnocením dolaru, nejen vůči měnám, ale hlavně vůči zlatu a komoditám, což maže úspory lidí po celém světě a živí růst chudoby po celém světě.

10.2 LTRO

ECB se zdráhala vydat stejnou cestou, jako FED, tedy vykupovat dluhopisy. Proto zvolila cestu půjček bankovnímu sektoru. Stejně jako QE, proběhla akce LTRO ve dvou vlnách. Napoprvé v prosinci 2011, kdy se ECB zoufale snažila zastavit růst výnosů na dluhopisech evropských států, podruhé pak v únoru 2012, kdy se zřejmě ECB snažila komerčním bankám vynahradit PSI.

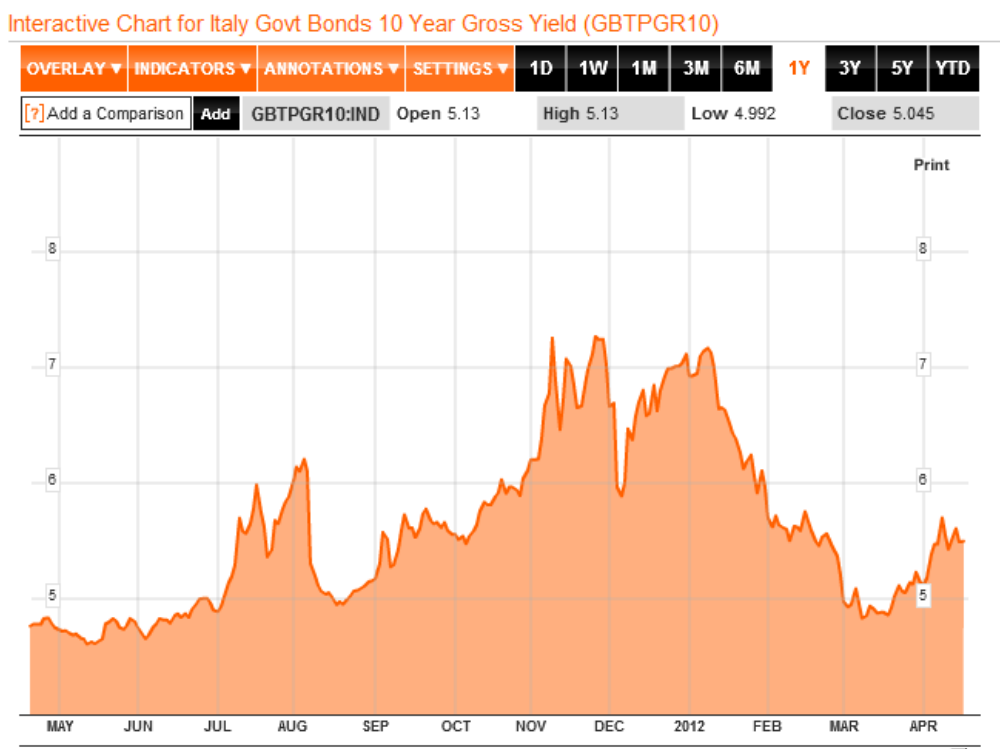
Princip LTRO spočívá v tom, že si banky samy řeknou, kolik peněz chtějí a ECB jim, proti zajištění kolaterálem, tyto peníze poskytne s minimálním úročením a s pevnou splatností. V prvním termínu si banky od ECB půjčily cca 500 mld. EUR. Druhá vlna, která přišla v únoru, pak překonala tu první pouze v počtu bank, které se do programu přihlásily. Objem prostředků, které ECB bankám v druhé vlně poskytla, dosáhl opět přibližně 500 mld. EUR, počet bank dosáhl 800, oproti 500 bank v první vlně.

10.2.1 Podmínky LTRO

Silně kontroverzní byly hlavně podmínky, za jakých ECB bankám půjčovala. Fakt, že si banky samy zvolily objem peněz, které si půjčí, bez ohledu na svou kapitálovou situaci a bonitu, patřil mezi ty nejméně kontroverzní. Mnohem diskutabilnější bylo, že kolaterálem, který ECB požadovala, mohlo být v podstatě cokoli, kromě dluhopisů Řecka. Tedy i v USA nechvalně proslulé CDOs nebo CMOs, státní i korporátní dluhopisy apod. Zdaleka nejhorším krokem však bylo rozhodnutí banky, že nebude půjčovat bankám peníze v poměru 1:1 ke kolaterálu, ale že bude požadovat kolaterál pouze v hodnotě 1 % z požadovaného úvěru. Pokud bych měl použít analogii z běžného života, je to podobné, jako by si mohl kdokoliv přijít do banky pro milion korun a jako ručení by mu stačilo, že svému sousedovi, který mohl být klidně bezdomovec a alkoholik, půjčil 10 000 CZK. Úročení takové půjčky také směšné, pouhé 1 % p. a.

10.2.2 Okamžité výsledky

Výsledky LTRO je třeba rozložit na první a druhou vlnu. První vlna totiž příliš úspěšná nebyla, pokles výnosů byl krátkodobý. Druhá vlna potom byla schopná přimět výnosy v podstatě všech dluhopisů k razantnímu poklesu, razantně vzrostly i ukazatele bid-to-cover. Bohužel se zdá, že efekt únorového LTRO se pomalu, ale jistě začíná vyčerpávat. Proč nejsou akce LTRO tak úspěšné, jako QE, je nasnadě: za prvé banky berou tento nástroj jako úvěr a za druhé nemá Evropa své problémy ani zdaleka za sebou.



Obr. 11 – roční vývoj výnosů na desetiletém státním dluhopisu Itálie
(zdroj: Bloomberg)

10.2.3 Nebezpečí LTRO

Hlavním nebezpečím LTRO, kromě faktu, že pustila do evropské ekonomiky cca 1 bilion EUR, je jeho povaha půjček. Banky sice dostaly peníze, ale ty nejsou kryté dostatečně kvalitním kolaterálem. Osobně si skoro myslím, že spousta komerčních bank poslala do ECB jako kolaterál cenné papíry, které by nejradši už nikdy neviděla. Co se bude dít za tři roky, až banky budou muset tento úvěr splácet je potom otázka a nejsem si úplně jistý, že ECB jenom draze nekupovala čas na vymyšlení, co vlastně bude dělat.

10.3 Další očekávané akce poskytování likvidity

Další poskytování likvidity považuje určitá část trhu za nevyhnutelné, část trhu ho považuje za nutné a část za riskantní. Nevyhnutelné je proto, že se vyčerpává účinek prvních dvou vln a bude nutné pomoci třetí vlnou, pokud se nebudeme chtít dostat do stavu, kdy se trhy vrátí do normálního, troufnu si říci „neublinového“ stavu. Nutné ho vidí ti, kdo vidí obrovský státní dluh USA, který bude velmi těžké splatit konvenčními prostředky (tedy přebytkovými rozpočty a přebytkovou platební bilancí). Riskantní je nakonec pro ty, kdo vidí inflační dopad všech takových akcí. Většina peněz z těchto akcí není rozpůjčována podni-

katelům, kteří by s jejich pomocí vytvářeli nová pracovní místa. Většina jich jde právě na komoditní trhy, zejména na trh se zlatem a ropou. Tím zvyšují hlavně ceny potravin a dopravy a tak živí inflaci. V USA byl efekt QE silnější právě proto, že firmám, které měly dobré investiční záměry, nárůst cen akcií zajistil lepší financování. V Evropě banky do ekonomik peníze nepustily, spíše za ně nakoupily dluhopisy a uložily je zpátky na účty ECB.

Současná politická a ekonomická situace vylučuje další vlnu QE už kvůli tomu, že vysoká cena ropy by ještě dále rostla a v USA by vedla k dalšímu růstu už tak vysoké inflace. Mnoho zemí, které nejsou tak bohaté nebo nevyváží ropu samy, by pak mohly dojít do stavu, kdy by pro ně byla ropa a energie získávaná z ní tak drahá, že by si ji nemohly dovořit a tím by se vyloučily z mezinárodního obchodu. Dalším aspektem vysokých cen ropy je také růst cen potravin. Současný počet lidí na planetě vylučuje možnost, že by bylo možné pěstovat potraviny bez toho, aby k obdělávání polí byla používána ropa. Jedná se nejen o zemědělskou techniku, ale také o hnojiva nebo pesticidy, které jsou také vyráběny z ropy. Jak se projevují drahé potraviny na politické mapě, přesně ukázal sled revolucí v Arabském světě, který se vžil pod jménem Arabské jaro. Kromě nespokojenosti s celkovou politickou situací je jasným důvodem k nepokojům také zdražování potravin. I když je jasné, že demokracie ještě nikdy potraviny nezlevnila.

Co je na celém Arabském jaru mimo jiné zajímavé, je fakt, že z požadavku na demokracii a demokraticky svobodné volby nakonec ve většině zemí vzešly režimy, v nichž posílil muslimský vliv na politiku. Je až s podivem, jak se opět potvrzují slova Václava Cílka, který říká, že Islám se vždy v historii šířil ve vlnách a vždy bylo toto šíření spojeno buď s vlnami sucha, nebo s vlnou hladu.

10.4 Dopad operací poskytování likvidity na rozvahy centrálních bank

Centrální banky v rámci zachraňování svých zemí a měn musely přikročit k *nekonvenčním* řešením (máme-li použít slova guvernéra ECB Tricheta). Jedním z nich byl i nákup dluhopisů a jiných cenných papírů od komerčních bank. Jak se tyto operace projeví v jejich rozvahách, rozeberu v této kapitole.

10.4.1 USA a FED

USA, jak jsem zmínil v části *Quantitative Easing (QE)*, přistoupily, na rozdíl od Evropy, k přímému nákupu cenných papírů. Po dvou vlnách QE a operaci Twist činí bilanční suma

rozvahy FEDu kolem 30 bilionů USD. Vývoj tohoto čísla ukazuje *Obr. 12*. Je na něm krásně vidět vývoj do doby, než došlo k rozhodnutí o nakupování cenných papírů v roce 2008 a následný vliv operace Twist. Co však je jisté, že za pouhých pět let americká centrální banka ztrojnásobila svou bilanční sumu a docílila, kromě jiného, bubliny na zlatě, zřejmě i na ropě a momentálně i na americké akciové burze.



Obr. 12 – vývoj bilanční sumy FEDu

Zdroj: Welt Online

10.4.2 Evropa a ECB

Jak jsem ji zmínil výše, Evropa k poskytování likvidity trhu přistoupila trochu odlišně. Zatímco FED kupoval dluhopisy a jiné cenné papíry (zejména CMOs a CDOs), ECB v rámci LTRO nekupovala nic, pouze umožnila komerčním bankám půjčovat peníze proti naprosto bezcennému kolaterálu, navíc s obrovskou pákou. Otázka je potom nasnadě... co tedy ECB tak mohutně nakupovala?

Odpoověď je prostá, i když není příjemná ani pro Evropu, ani pro ECB: „**ECB, navzdory tomu, že jí to zakladatelské smlouvy zakazují, kupovala v období kolem konce roku 2011, dluhopisy členských států Eurozóny, zejména Řecka, Itálie, Španělska a Irska.**“

Že tomu tak opravdu bylo, ukazuje *Obr. 13*. Malý výkyv v roce 2008 ukazuje na to, že ECB, v době, kdy praskala realitní bublina v USA, naprosto správně poskytovala likviditu bankám, které potřebovaly pokrývat výkyvy, způsobené touto událostí. Že se jednalo o ohraničený a ukončený krok ukazuje fakt, že se bilanční suma vrátila na hodnotu, kterou měla před nárůstem. Na druhé straně pak začala v období, kdy začaly nebezpečně růst vý-

nosy na dluhopisech států jižní Evropy, nakupovat jejich dluhopisy, aby zastavila růst jejich výnosů.

Tento krok, přestože byl proti v podstatě všemu, co má ECB v popisu práce a co jí zakazují smlouvy, zabránil krachu Irska, Řecka a Španělska a mohutnému oslabení eura, které by bez intervence přišly v prvních týdnech roku 2012.



Obr. 13 – vývoj bilanční sumy ECB

Zdroj: Welt Online

10.4.3 Bilanční suma SNB

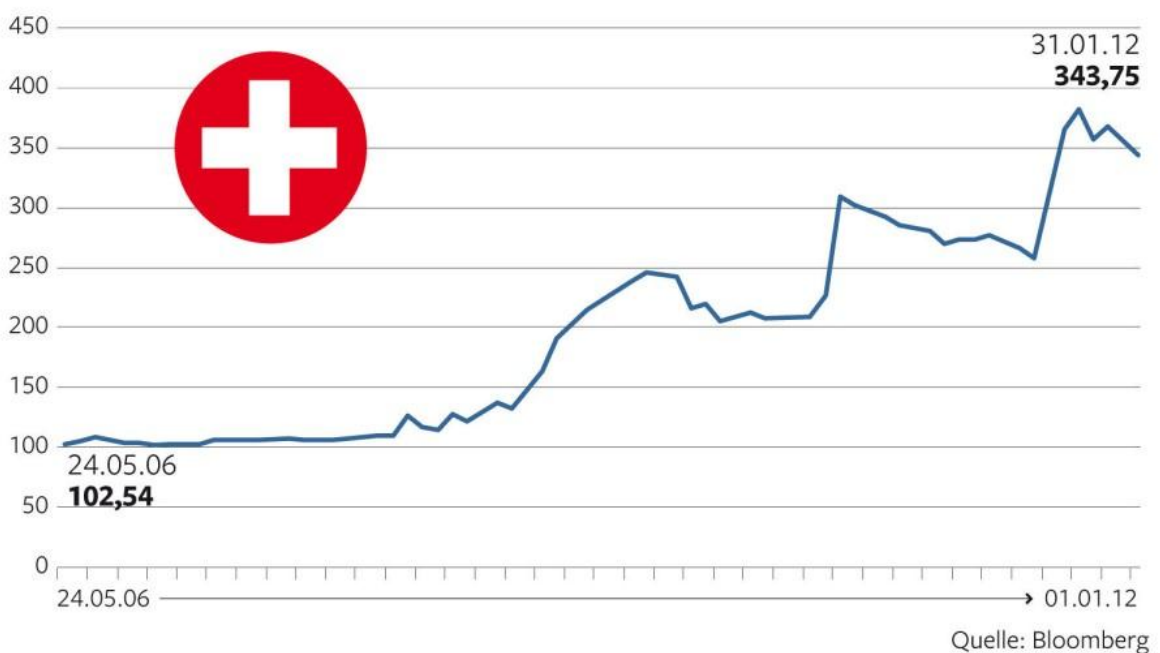
Švýcarská národní banka samozřejmě zatím žádnou sanaci provádět nemusela, ale její bilanční suma však roste také velmi rychle. Na vině je, na dnešní dobu silně nestandardní opatření SNB, která se snaží udržet CHF nad hladinou 1,2 vůči euru. Tento krok však vyžaduje sledování kurzů po celém světě a intervence na trzích, které tuto hodnotu mají tendenci překonat. Díky tomu, že SNB oslabuje frank, je její pozice na první pohled neotřesitelná: SNB vytvoří na účtech potřebný objem franků, za které potom nakupuje euro, aby dostala frank zpět nad hodnotu 1,2. Útok na takovou měnu není dost dobře možný, protože se zde nehraje o devizové rezervy, které by mohly dojít. Banka si může natisknout libovolné množství franků a tím, že je pustí na světové trhy, dociluje inflace, která jí opět spíše pomáhá v držení franku na určité hranici, než že by jí dělala problémy. Nehrozí proto opakování případu útoku na britskou libru v roce 1992, kdy BoE musela, kvůli nedostatku

devizových rezerv, ukončit válku s fondem George Sorose a ukončit tak účast libry v programu přijetí eura.

Hlavní tlaky na CHF přichází v období, kdy na trzích silně stoupá nervozita, např. v období problémů s předluženými státy nebo v obdobích, kdy se investoři snaží uchránit svoje peníze před inflací v období QE. Stejně tak by se trhy chovaly v případě větších válečných konfliktů.

Blähibilanzen bergen Inflationsgefahren

Schweizer Nationalbank in Mrd. Schweizer Franken



Obr. 14 – bilanční suma SNB

Zdroj: Welt Online

II. PRAKTICKÁ ČÁST

11 SPOUŠTĚČE PROBLÉMU

Práce je postavená na třech scénářích, které odráží tři možné směry vývoje světového finančního systému. Jejich definici jsem vytvořil na základě nebezpečí, která momentálně ve světě vidím a která mají sílu (ať už samostatně nebo v kombinaci několika vlivů) zpomalit nebo úplně zabránit obnovení finanční rovnováhy ve světě. Jedná se o politické, ekonomické, demografické a ekologické problémy dnešního světa, které postupně představím v dalších odstavcích.

11.1 Evropa

Evropa, kde se odehrává druhé kolo finanční krize, která vypukla naplno v USA, v roce 2008, pádem banky Lehman Brothers, je momentálně hlavním dějištěm většiny problémů.

11.1.1 Platební neschopnost států

V průběhu vývoje v EU v posledních cca deseti letech, došlo k vytvoření zásadní nerovnováhy v rámci Eurozóny. Euro je postavené na premise, že všechny země Eurozóny se aktivně starají o to, aby jejich platební bilance byly vyrovnané. Tato rovnováha byla však dlouhodobě porušována a jejím výsledkem byly na jedné straně velké přebytky, hlavně na straně Německa, a na druhé straně velké deficity, vytvářené zejména ve státech na jihu Evropy. Tento stav byl natolik výhodný pro obě strany, že nebylo nic podniknuto, aby byla rovnováha obnovena. Momentální vývoj je toho přímým důsledkem.

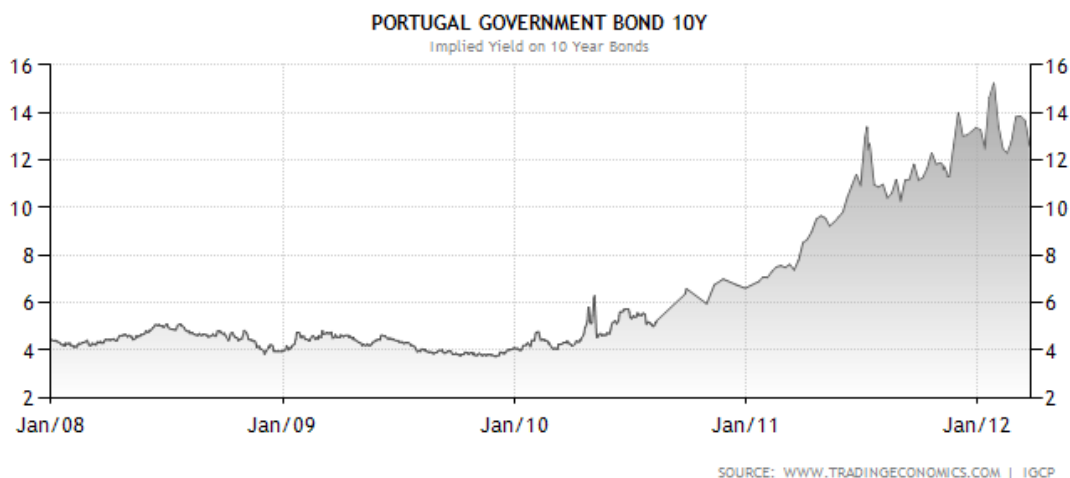
Postupné rozšíření neschopnosti splácet své závazky je jedním z největších nebezpečí celé Eurozóny a dá se říci, že je souhrnem mnoha dílčích problémů v EU, které mohou nakonec způsobit definitivní rozpad nejen poměrně mladé měnové unie, ale dokonce celosvětového ekonomického systému, se všemi následky, které budou vysvětleny a nastíněny dále.

Jako hlavní zdroj problémů se delší dobu nebude profilovat Řecko. Objem peněz, které Řekové dostali, jim zajistí na poměrně dlouhou dobu bezproblémovou existenci, pokud budou dodržovat podmínky, které jim budou předkládat jejich věřitelé.

Portugalsko

Problémem se stane postupně Portugalsko a to hned z několika důvodů. Hranici 7 %, která je u výnosů desetiletých dluhopisů všeobecně považována za dlouhodobé maximum, které je možné udržet, překročili Portugalci bez zásadního zájmu médií i investorů v lednu 2011,

jak ukazuje *Obr. 15*, a od té doby se pod ni nevrátili, ani v období maximálního efektu LTRO.



Obr. 15 – výnos 10letého dluhopisu Portugalska

Zdroj: Tradingeconomics

Španělsko

Španělsko je v ještě horší pozici, než Portugalsko. Jeho hospodářství bylo dlouhodobě živeno zejména realitní bublinou, která však bude muset dříve nebo později prasknout a snížit ceny nemovitostí o cca 30 a více procent. Vývoj úroku na desetiletém dluhopisu je velmi podobný tomu portugalskému, ukazuje ho *Obr. 16*. Španělé mají výhodu v poměrně nízkém a udržitelném výnosu, který zatím nepřesáhl kritickou hodnotu 7 %. Na druhé straně je španělské hospodářství v nepoměrně horší kondici. Nezaměstnanost, podle údajů Eurostatu, přesahuje 23 % a realitní trh je momentálně před zhruba 30 % poklesem cen domů. Španělský sen o tom, že se stane Miami na pobřeží Středozemního moře, se zřejmě nevyplní. Mnohem horším problémem se navíc stane fakt, že Španělský dluh je nepoměrně vyšší, než dosud udávaných 65 % HDP. Takto vysoký je pouze dluh španělské centrální vlády. Jednotlivé provincie jsou ve Španělsku velmi autonomní. Vláda se dosud nebyla schopná postavit zadlužování jednotlivých zemí a bude k tomu muset přistoupit nyní. Otázkou však je, jestli budou tato opatření trhům stačit – dluh španělské vlády činí zhruba stejnou částku, jakou má disponovat fond ESM.



Obr. 16 – výnos 10letého dluhopisu Španělska

Zdroj: Tradingeconomics

11.1.2 Demografie a imigrace

Evropa je chycena mezi dvěma mlýnskými kameny i z pohledu demografie. Sociální vývoj v Evropě v průběhu rozvoje postmoderní éry ukázal, že snaha o multikulturní společnost byla z nemalé části financována pomocí schodkových rozpočtů, které momentálně nemají nejmenší šanci na pokračování. Představa zastánců multikulturní teorie, že bude možné vybudovat společnost, do níž budou přicházet lidé z celého světa a budou se stávat Evropany, že opustí svou kulturu a přijmou tu Evropskou, se ukázala, jako tragicky chybná. Momentálně dochází spíše k opaku, kdy ve snaze o politickou korektnost, jsou menšiny upřednostňovány na úkor většinové společnosti. Politické systémy, které dávají menšinám mnohem větší vliv, než je jejich zastoupení ve společnosti, nutně v dobách nedostatku financí hrozí konfliktem mezi majoritou, žádající oprávněné výhody, vyplývající z žití ve vlastním státě a minoritou, požadující další udržování svých výhod.

Také stav, kdy „stará“ společnost má zhruba poloviční, až třetinovou porodnost, oproti přistěhovalcům, kteří právě porodností často řeší nedostatek financí, bude prohlubovat problémy. Tlak na to, aby byli lidé vzdělaní a přijímali kulturu Evropy, bude zřejmě vytlačen požadavkem na právo na sebeurčení minoritních skupin.

Hlavními oblastmi, kde tento problém hrozí, jsou Francie, kde silná muslimská komunita, začíná narážet na neochotu zbytku společnosti dál tolerovat jejich rostoucí vliv, Velká Británie, která má problémy hlavně s Afroameričany a kde v nedávné době došlo

k nepokojům, stejně, jako ve Francii. Nakonec Německo, kde silná muslimská, a hlavně Turecka komunita, získává stále silnější hlas a etabluje se do politických hnutí.

11.1.3 Mocenské zájmy

Evropa byla během prvních třiceti let dvacátého století sesazena z pozice světového hegemona. Unilaterální uspořádání světa, které na přelomu 19. a 20. století představovala hlavně Velká Británie, zničil pád monarchií na konci první světové války. Po něm následující druhá světová válka a hlavně po ní následující rozdělení světa, uvrhlo Evropu definitivně do role slabšího mocenského centra, které bylo rozděleno mezi dva silné státy a tím dalo vzniknout bilaterálnímu uspořádání světa, které vydrželo celých 40 let, než se změnilo, pádem Berlínské zdi a sovětského bloku, opět na unilaterální, tentokrát s USA v pozici hlavního hegemona.

Události posledních let však ukazují, že ani pozice USA není neotřesitelná a že pomalu, ale jistě vznikají oblasti, kde je moc částečně USA potlačena. Jedná se hlavně o oblasti kolem Číny a Ruska.

Evropa, opět chycená mezi soupeřící strany, se bude muset vypořádat s rostoucí energetickou závislostí na Rusku a snahou dále udržovat své euroatlantické vazby. Závislost na ruské energii, zejména plynu a ropě, bude jedním z hlavních nebezpečí, které momentálně zůstává v pozadí, jeho význam však nesmí být podceněn.

11.1.4 Energetika

Evropa nemá luxus USA, které jsou schopné v brzké době dosáhnout energetické soběstačnosti. Její závislost na dovozu levné energie je stále silnější. Hlavními dodavateli mimo Evropu jsou Rusko, země Perského zálivu. Tento poměr se však může změnit a na významu budou nabývat postsovětské republiky (hlavně Turkmenistán, jak zmiňuje článek agentury Reuters (2011)) nebo, v budoucnu, Kypr, jejichž vliv bude, pokud se jim podaří se vymezit proti Rusku, růst.

Rostoucí ceny ropy na světových trzích však představují velké problémy pro ekonomiku, postavenou na levné energii. Kombinace rostoucích cen ropy (rozebraných v kapitole *Rostoucí ceny komodit*, na straně 65) a postupujícím bojem mezi státy v rámci měnové války, jsou pro Evropu, která nenakupuje ropu ve vlastní měně, ale v USD, velmi nepříjemným nebezpečím.

Stejně tak bude muset být přehodnocen plán na široké využívání obnovitelných zdrojů. Tlak zemí, jako Německo a Rakousko na ostatní státy, aby místo jaderných elektráren používaly obnovitelné zdroje energie a to i tam, kde to není výhodné, povede jednoznačně k růstu cen energií a ten pak k inflačním tlakům v ekonomice a oslabování konkurenceschopnosti evropských firem.

Katastrofa ve Fukušimě zřejmě definitivně pohřbila plány na renesanci jaderné energetiky v Evropě, přestože k ní bylo velmi vážně nakročeno. Státy EU, které nemají možnost budovat efektivní offshore větrné parky nebo efektivně fungující solární farmy, budou mít v budoucnu velké problémy s udržením své energetické nezávislosti a nákup energií bude mít silný vliv na schopnost EU udržovat dlouhodobě vyrovnané platební bilance v jednotlivých státech i z pohledu EU, jako celku.

Jako velmi reálný a výhodný se mi naopak zdá záměr používat v mezidobí opouštění ropy a zavádění obnovitelných zdrojů energie zemní plyn. Technologie dobývání plynu z břidlic je náročná, ale obrovské zásoby plynu na území Evropy dávají naději, že budou-li využity, napomohou vyrovnat nejen schodkové rozpočty zemí jižního křídla EU, ale také energetickou bilanci celého Evropského společenství.

11.1.5 Politická stabilita Evropy

Evropa má před sebou hned několik důležitých volebních událostí. Tou momentálně nejnebezpečnější jsou prezidentské volby ve Francii. Nakolik se to může zdát nepravděpodobné, o osudu Eurozóny se nakonec zřejmě nebude rozhodovat ani v Bruselu, ani v Londýně, zřejmě ani v Berlíně, ale ve Francii.

Momentálně tvoří Francie s Německem poměrně jednotný a pevný blok, který je jednotný nejen v názoru, že Evropu a hlavně euro je zapotřebí zachránit, ale také v názoru, jak toho dosáhnout. Jaké pohnutky vedou Německo a Francii k takovému tlaku na záchranu periferních zemí EU, jsem ukázal v kapitole *Držitelé řeckých dluhopisů*, na straně 25. Co se však prezidentských voleb ve Francii týče, je kolem nich mnoho rozruchu a tento rozruch není úplně bezdůvodný.

Nicolas Sarkozy se doma v předvolebním období dostává kvůli řešení krize pod silný tlak opozice. Angela Merkelová vystupuje zcela samozřejmě v pozici leadera, který rozhoduje o tom, co se bude dít, jaké kroky bude nutné udělat a kdo je bude dělat. Francie, jako druhá největší mocnost kontinentální Evropy, podporuje Německo ve snaze pomoci jižnímu kří-

dlu EU z problémů. Zde se však dostáváme k jádru problému. Francouzská opozice se snaží sbírat politické body kritikou prezidenta Sarkozyho. Vytýká mu, že přenechává zbytečně velkou iniciativu Angele Merkelové a že tím umožňuje růst moci Německa v EU na úkor Francie.

Sarkozyho konkurenti v boji o Elysejský palác navíc využívají v krizi populistické a líbivé sliby zdanění firem, bank a lidí s nadstandardními příjmy, dále snahou omezit výhody imigrantů a počet nově příchozích do země. Jak funguje předvolební boj a tlak na změny v evropských institucích, jako ECB, popisují v kapitole *Změny v mezinárodních institucích na začátku roku 2012* na straně 23. Pod tlakem událostí Sarkozy mění taktiku a přechází k názorům, které lze těžko nazvat „*multicultural friendly*“. Mluví dokonce o omezení počtu imigrantů nebo o dalším zpřísnění dohledu nad muslimskou minoritou, která má ambici stát se velmi silným předvolebním tématem.

Vážnost situace ještě podtrhuje fakt, že Angela Merkelová naprosto otevřeně podpořila Nicholase Sarkozyho v předvolebním boji o prezidentské křeslo. Objevily se spekulace, že by mohla dokonce být přítomna některým částem předvolební kampaně stávajícího prezidenta. Takový postup je možné občas vidět u států, které mají nadstandardní vzájemné vztahy. Příkladem budiž vzájemná podpora stran, které patří do sociálně demokratické hnutí (např. česká ČSSD a slovenský SMER nebo podpora českých socialistů ze strany německé SPD). V kontextu německo-francouzské politiky a hlavně odvěké francouzsko-německé antagonie a rivality jde o věc zcela novou, ukazující vážnost situace.

Francie i Německo mají za cíl hlavně ochranu zájmů svých bank, popřípadě zajištění prominentního přístupu na trhy zemí, kterým bude pomoheno (hlavně u Řecka se jedná o velmi zajímavé kontrakty na výrobu elektřiny z OZE nebo o přístupu do mnoha řeckých přístavů, které budou muset být, dříve nebo později, zprivatizovány, kvůli získání prostředků na reformy, které budou v Řecku nutné k obnovení finanční rovnováhy.

Pokud však, kvůli dojmu politiků ve Francii dojde ke změně na prezidentském postu, budou muset Němci vyjednávat nové podmínky a dohody o společném postupu. Sarkozyho oponent, Francios Holland navíc zcela otevřeně mluví o tom, že pokud bude zvolen, bude usilovat i o revizi fiskálních smluv a posílení vlivu Francie na proces konsolidace. S velkou pravděpodobností by se jednalo o malou katastrofu s ambicí stát se katastrofou velkou a Angela Merkelová cítí, že musí vyvinout veškeré úsilí k tomu, aby udržela Sarko-

zyho na postu, kde momentálně je, pokud to má se záchranou eura, které je pro její Německo tak výhodné (a momentálně tak příjemně slabé), vážně.

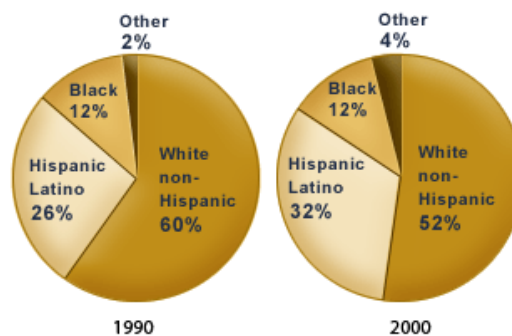
11.2 USA

USA byly místem, kde došlo k prvnímu kolu ekonomické krize. Oddělování jednotlivých krizí není úplně správné. Mechanismy, které v Evropě a USA krize spustily, jsou sice odlišné, ale v jádru se obě ekonomiky uchýlily k modelu fungování, který není dlouhodobě udržitelný a momentálně probíhá hledání cest, které by měly pomoci nastavit nový finanční systém.

11.2.1 Demografie a skladba obyvatel

USA, stejně jako Evropa, mají stejný problém v rozdílné porodní dynamice jednotlivých vrstev obyvatelstva. Americe pomalu, ale jistě vymírají „bílé“ elity. Lidé s vysokými příjmy a vysokým vzděláním už dávno netouží po velkých rodinách. Jak velmi přesně komentuje tento stav George Friderman v knize *Next 100 years* (2010), děti se z výnosné pracovní síly na rodinném majetku, zejména půdě, staly dlouhodobou a velmi nákladnou záležitostí. Chudí přestěhovalci na druhé straně nemají možnost poslat své děti do drahých a kvalitních soukromých škol, tím pádem nemohou počítat se zásadním zlepšením svého sociálního statutu. Snaha o začleňování a integraci menšin nakonec vyústila v USA do stavu, kdy chodí do státních škol hlavně potomci lidí z nižších příjmových vrstev. Lidé, kteří pro své děti chtějí kvalitní vzdělání a mohou to dovolit, posílají své děti do soukromých škol. Vzniká tak nakonec to, proti čemu se v USA tak dlouho bojovalo, segregace ve společnosti. Myslím, že tento fenomén stojí za zvážení i v oblasti českého školství.

Stejně tak vliv imigrace, která je v USA tradičně velmi silná, není možné podcenit. George Friedman dokonce mluví ve své knize *Next 100 Years* (2010) o tom, že v průběhu 21. století bude vliv hispánského obyvatelstva v jižní části USA (hlavně ve státech Kalifornie, Texas, Arizona a Nové Mexiko) tak silný, že může dojít ke snaze tyto státy po dvou stech letech připojit znovu k Mexiku. Vývoj je možné doložit například na datech, které zveřejňují úřady Texasu.



Obr. 17 – zastoupení Hispánců v populaci Texasu

Zdroj: Texas Politics

Podle odhadů amerických úřadů mají momentálně Hispánci v rámci populace v Texasu zastoupení lehce pod 40 % a do roku 2040 se, díky vysoké porodnosti a masivní imigraci, hlavně z Mexika, stanou nejpočetnější národností v Texasu. Za 10 let tak došlo k nárůstu této národnosti o 7 %, v podstatě výhradně na úkor bělošské majority.

11.2.2 Americké zadlužení

V únoru 2012, bez zásadního zájmu médií, došlo k překonání magické hranice 100 % amerického dluhu k ročnímu HDP. Navzdory faktu, že se zřejmě stane boj se zadlužením důležitým tématem v amerických volbách, můžeme těžko očekávat podobnou cestu, jako v Evropě a tlak na fiskální odpovědnost a vyrovnané rozpočty. Američané vždy řešili své problémy na úkor jiných. Čekejme spíše masivní monetarizaci dluhu nebo otevřený útok na světový finanční systém, ne nepodobný jednostrannému vypovězení systému Bretton Woods prezidentem Nixonem v roce 1971.

11.2.3 Přírodní události

Poměrně nové nebezpečí vzniká na tzv. Ohnivém kruhu. Jedná se o oblast, která se nachází na okraji Pacifické litosférické desky a zasahuje Japonsko, Indonésii a západní pobřeží obou Amerik, včetně pobřeží Aljašky. Tato oblast je významná silnou tektonickou aktivitou, která se projevuje častými, více či méně silnými zemětřeseními. Podíváme-li se na zprávy o tektonické činnosti z posledních 10 let, zjistíme, že v podstatě všechna významnější zemětřesení, která se na světě odehrála, byla právě v oblasti Ohnivého kruhu a měla zásadní materiální dopady (jediné zemětřesení, které bylo významné a nemělo spojitost

s Ohnivým kruhem, bylo zemětřesení na Haiti z roku 2010). Jmenovitě se jednalo o zemětřesení v roce 2004, které způsobilo vlnu tsunami, která zničila pobřeží Indonésie a zanechala za sebou, kromě obrovských materiálních škod, více než čtvrt milionu mrtvých. Dalším silným zemětřesením bylo to v roce 2011 v Japonsku. Tsunami, kterou vyvolalo, také zabíjela, škody na majetku nejsou ještě kompletně určeny. Zemřelo zhruba 20 000 lidí, škody na majetku budou nedozírné. Zatím poslední zemětřesení na Ohnivém kruhu zaznamenalo Mexiko, poblíž města Acapulco a u pobřeží Indonésie v roce 2012. Škody však, vzhledem k poměrně řídkému osídlení nebyly nijak zásadní, většina Evropy poslední dvě zmíněná ani nezaregistrovala.

V oddílu o USA je tato úvaha kvůli faktu, že na zlomu, bezprostředně sousedícím s ohnivým kruhem, leží americké město Los Angeles, které už dlouho vědci varují před velmi silným zemětřesením. Nebezpečí ještě umocňuje zlom San Andreas, který by měl působit jako zesilovač, při přenosu zemětřesných vln.

Katastrofa, jakou by silné zemětřesení bylo, by způsobila velké problémy. Jako největší nebezpečí je třeba vnímat fakt, že San Francisco je obchodním a finančním centrem celého západního pobřeží USA a jeho poškození, nebo dokonce zničení (zlom, který by přenášel sílu zemětřesení, prochází přímo městem) by znamenalo zhroucení finančního systému druhé nejsilnější a nejhustěji zalidněné části USA, Západního pobřeží.

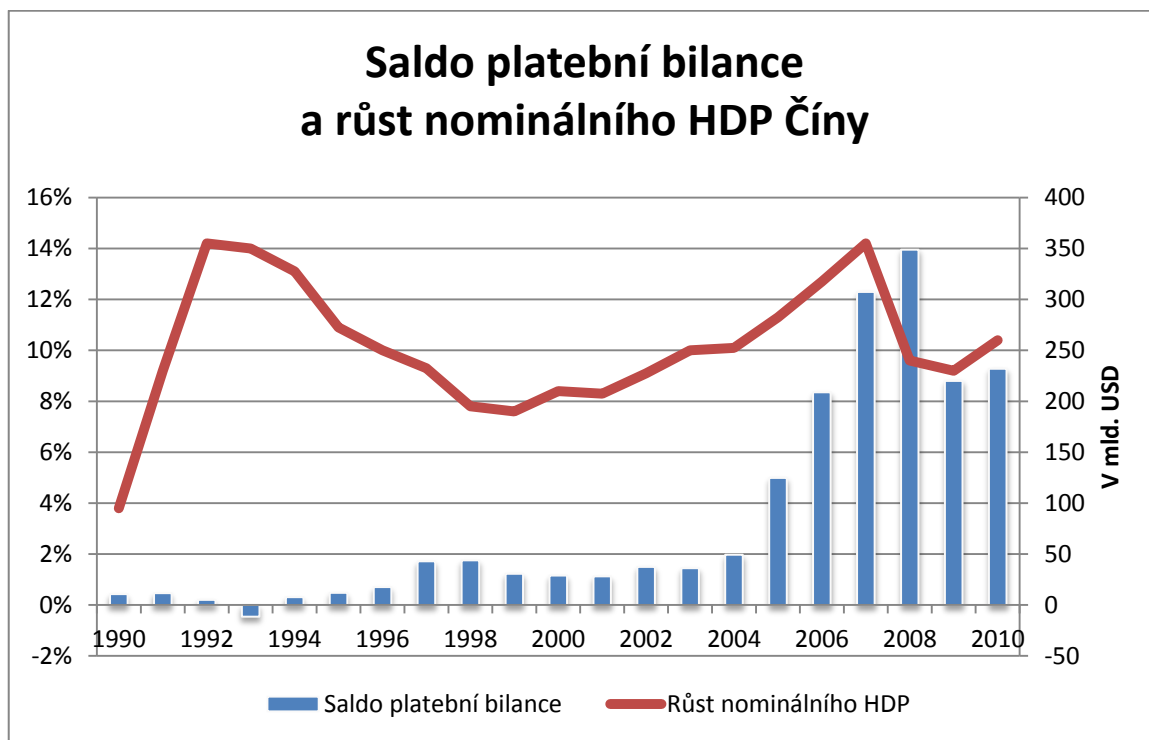
Stejně tak jsou v San Franciscu a jeho okolí lokalizovány světově životně důležité kapacity, co se výpočetní techniky týče, v oblasti technologického clusteru Silicon Valley. Ztráty na lidech, kteří v Silicon Valley žijí a pracují, by byly po několik let nenahraditelné (v Silicon Valley sídlí v podstatě všechny důležité světové firmy z oblasti IT, jako jsou Intel, AMD, Google, Facebook, Apple, eBay, nVidia, Cisco, Hewlett-Packard apod.).

11.3 Čína

Čína je mnohými lidmi považovaná za novou, vycházející velmoc, která během několika málo let převezme roli světového hegemonu a nahradí USA v pozici světového lídra. Tento názor však naráží na několik zásadních problémů, které mnoho lidí, ať už úmyslně, nebo nevědomky, nebere v úvahu.

11.3.1 Exportní povaha Čínské ekonomiky

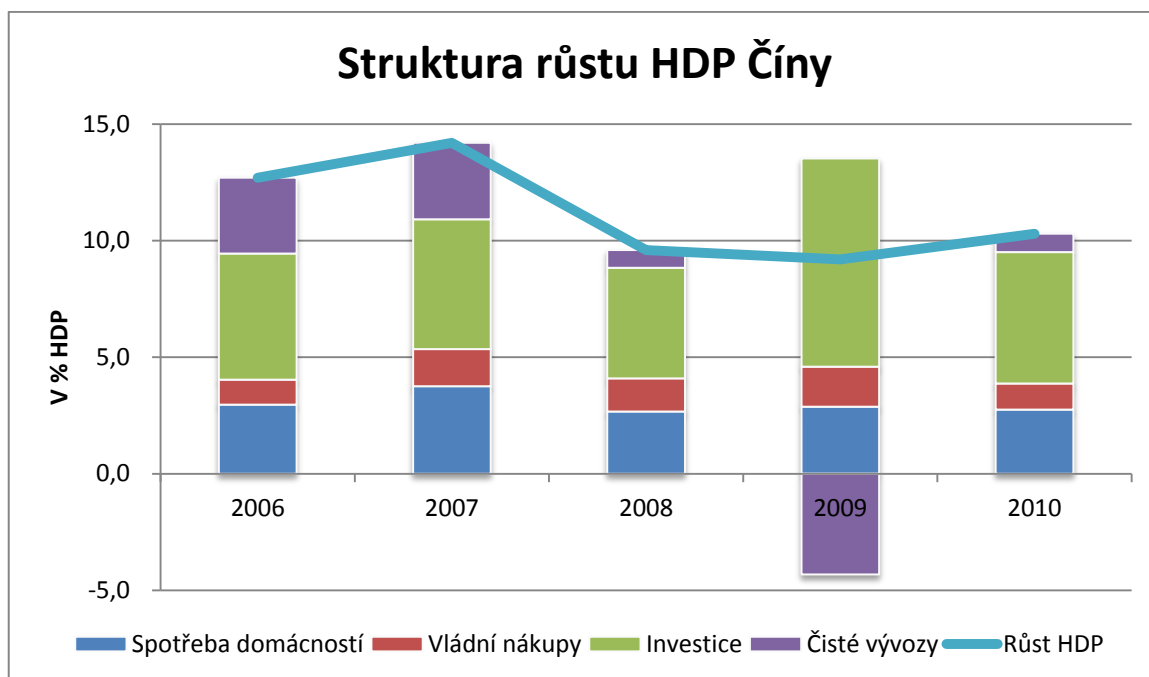
Hlavním zdrojem bohatství Číny jsou zahraniční investice a výroba pro export zejména do Evropy a USA. Na světě neexistuje jediná domácnost, kde by nebyla jediná věc, kterou nevyrobili alespoň z části Číňané.



Obr. 18 – graf vývoje salda platební bilance a nominálního HDP Číny (zdroj: Světová banka, vlastní zpracování)

Zdroj: data z OECD a BoCh, vlastní zpracování

Obr. 18 jasně ukazuje, jak je Čína na problémy svých exportních partnerů citlivá. Plány, které nedávno Čína uvedla do chodu, mají velmi důležitý úkol – posílit na maximální možnou hodnotu domácí poptávku a tím se dostat co nejbližší k americkému modelu hospodářství, taženého domácí spotřebou. Jak to bude náročné, ukazuje Obr. 19. Hlavním motorem růstu čínského HDP byly investice a export. Problémy, do nichž se dostala světová ekonomika po roce 2008, se v Číně projeví tím, že export měl na růst HDP Číny negativní dopad (neznámá, že se dostala Čína do stavu pasivní bilance!). Případné další problémy v Evropě nebo USA (nejpravděpodobněji v obou oblastech) budou mít na Čínu podobně zásadní dopad. Není příliš známým faktem, že Čína, stejně, jako USA a momentálně Evropa, prováděla v období krize velkou monetární expanzi a zatížila poměrně velkým dluhem nejen centrální vládu, ale také místní samosprávu.



Obr. 19 – struktura růstu HDP Číny

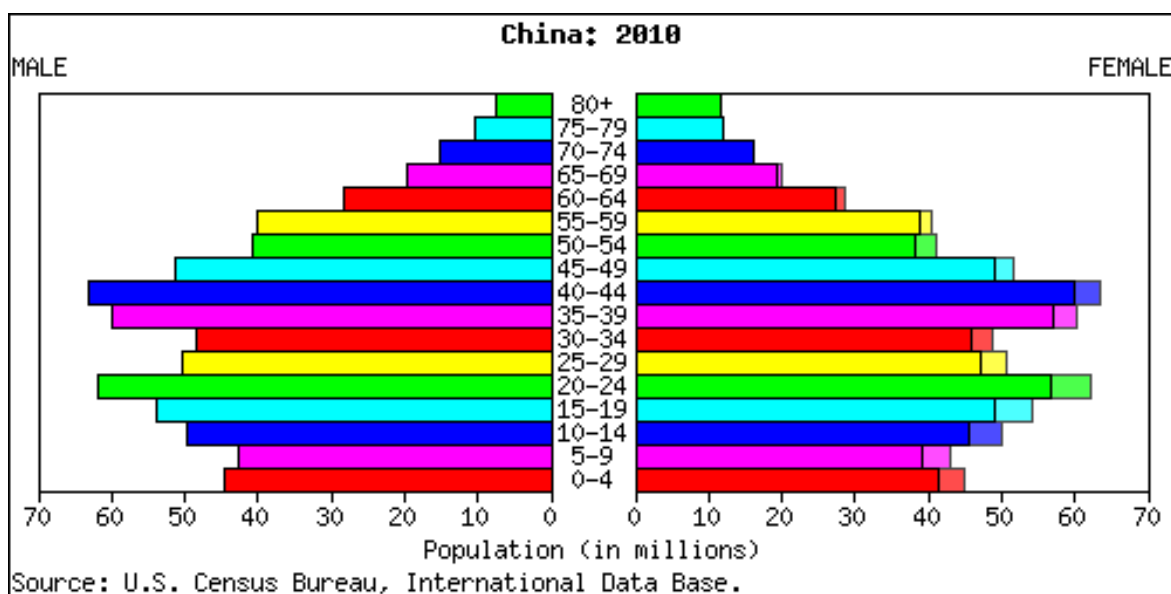
Zdroj: Data z BoCh, vlastní zpracování

11.3.2 Demografie

Problémem, který bude mít dlouhý, ale velmi hluboký dopad na čínskou společnost, se stane genderová nevyváženost čínské populace. Snaha čínské vlády o zmírnění populační exploze vedla v roce 1979 k zavedení tzv. Politiky jednoho dítěte. Jen v rychlosti shrnu, že rodiny mohly „zdarma“ mít pouze jedno dítě, za každé další bylo nutno platit daň. Problémem se však stal fakt, že v tradicionalistické čínské společnosti je „výhodnější“ potomek chlapec, než dívka. Tato tradice vedla rodiče v Číně k potratům nebo vraždám holčiček (dívky se v Číně musí vdávat s poměrně velkým věnem a nejsou vnímány, jako pokračovatelky rodu).

Tato politika opravdu zkrotila tempo růstu počtu obyvatel Číny, problém je v tom, že mladí lidé, kteří se narodili už pod regulací, nemají dostatek partnerů, společnost je proto „nabouraná“ cca 20 ročníky lidí, v nichž převažují muži. Tento stav bude vytvářet tlak na řešení (ovšem jestli se budou v platební bilanci Číny zavádět nové kolonky „Transfer nedostatečného pohlaví“, je otázka). Zatím bude nutné počítat s nárůstem kriminality a dalších jevů, které budou vytvářet frustrovaní muži bez partnerek hlavně v oblastech měst, kde byla politika uplatňována nepoměrně důsledněji, než na venkově. Že se v Číně opravdu zakládá na problém, ukazují i věkové pyramidy. Věkové rozložení a hlavně nepoměr v počtu žen

a mužů ukazuje Obr. 20. Pro lepší srovnání jsou muži přeneseni na ženskou osu a znázornění poloprůhledně.



Obr. 20 – věková skladba Číny v roce 2010

Zdroj: NationMaster

11.3.3 Realitní bublina

Největším nebezpečím jsou ale pro Čínu ceny nemovitostí. Vzpomeneme-li, jaké události předcházely největším problémům ve dvou největších ekonomikách světa, byly to ceny nemovitostí, hlavně domů a bytů. V USA v roce 2008, stejně jako v Japonsku v roce 1991, (a já si myslím, že stejný vývoj čeká i Španělsko do dvou let), jejich obrovský růst, živený vírou, že ceny nemovitostí budou růst navždy. V Japonsku byly ceny nemovitostí cca 4x vyšší, než byly ceny srovnatelných nemovitostí v USA. Ceny padly v průměru o 64 %.

V Číně momentálně vzniká podobný problém. Pokles cen nemovitostí je sice pozvolný, ale probíhá. V Číně však vznikl jeden další problém, který zatím nikde v tak velkém měřítku nevznikl. Číňané totiž začali kupovat domy a byty jako čistou spekulaci. Byty a domy však často zůstávají prázdné. Vzhledem k velké disproporci v rozložení majetku v rámci Číny a vysokým cenám bydlení nejsou lidé z chudších regionů schopni zaplatit tržní nájem počítaný většinou jako procento z hodnoty předraženého bytu a tak vznikají celé čtvrti duchů, kde nikdo nebydlí a jejich majitelé tak nemají možnost mít z nich trvalý příjem. Jedinou možností, jak dosáhnout zisku na takové investici je tedy nárůst její hodnoty, který už několik měsíců po sobě (záleží na tom, o jakou nemovitost se jedná a v jaké oblasti) klesá.

Jaký bude impuls, který spustí hromadné výprodeje domů a stlačí cenu nemovitostí opět na jejich reálnou hodnotu, je tématem číslo jedna i v Číně samotné.

Mně se jako nejpravděpodobnější jeví ekonomické oslabení čínské ekonomiky, způsobené výpadkem na americkém a evropském trhu. Ten bude spojen navíc s požadavkem na pokračování přerozdělování peněz mezi přímořskými, dosud bohatými provinciemi a vnitrozemskými, chudšími oblastmi.

11.4 Globální problémy

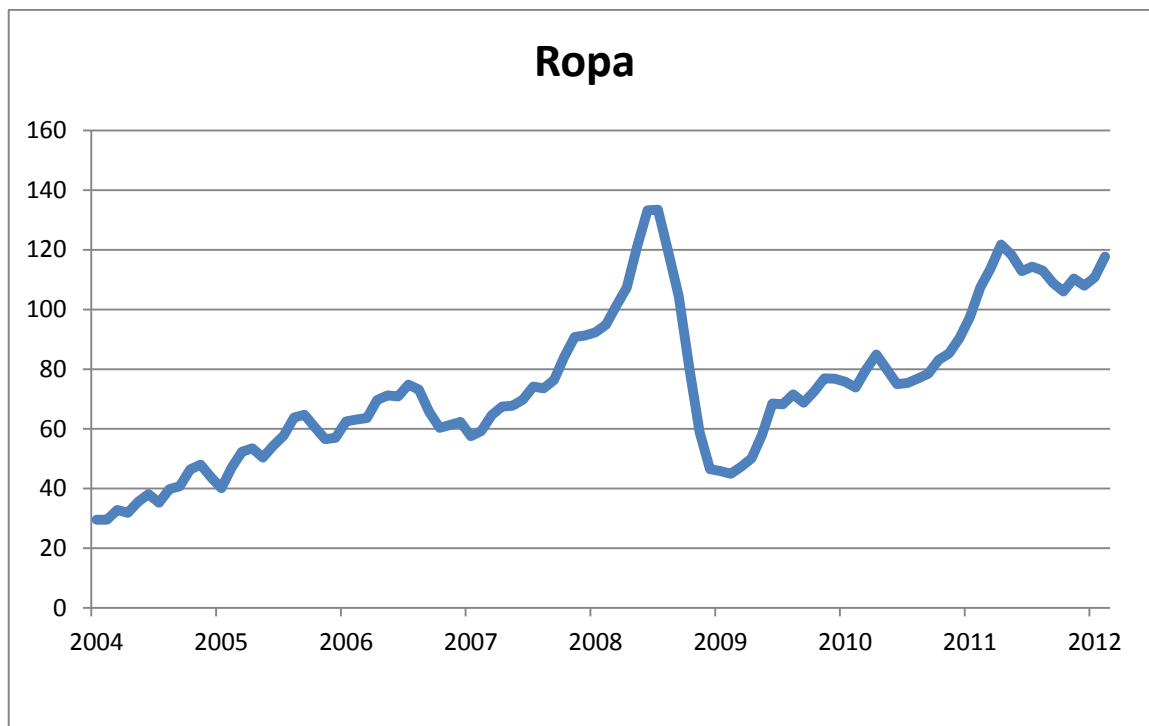
11.4.1 Rostoucí ceny komodit

Objem peněz, které FED poslal do ekonomiky, měl pro vývoj na světových trzích zásadní dopady. Vzhledem k tomu, že distribuce peněz byla prováděna přes banky, nedošlo ke standardnímu růstu inflace, taženého poptávkou. Došlo k tomu, že peníze, které banky dostaly, většinou použily pro obchodování na trzích a posledním odvětvím, které nebylo stíženo krizí, byly komoditní trhy.

11.4.2 Ropa

Ropa má hned dva nebezpečné činitele. Prvním z nich je dnes už pomalu, ale jistě opouštěná teorie ropného zlomu (Oil peak), která je nahrazována pořekadlem: „Ropy bude dost, ale bude drahá“ a napětí mezi západními státy bohatého severu a ropnými velmocemi arabského světa.

Příkladem je tlak na Írán, oficiálně, kvůli jeho jadernému programu. Ropné šoky, které světová ekonomika nese stále hůře, jsou spojeny hlavně s problémy v zemích, které se jakýmkoliv způsobem pokusily zpochybnit systém petrodolarů a pokusily se obchodovat s ropou v jiných měnách, než právě v dolaru.

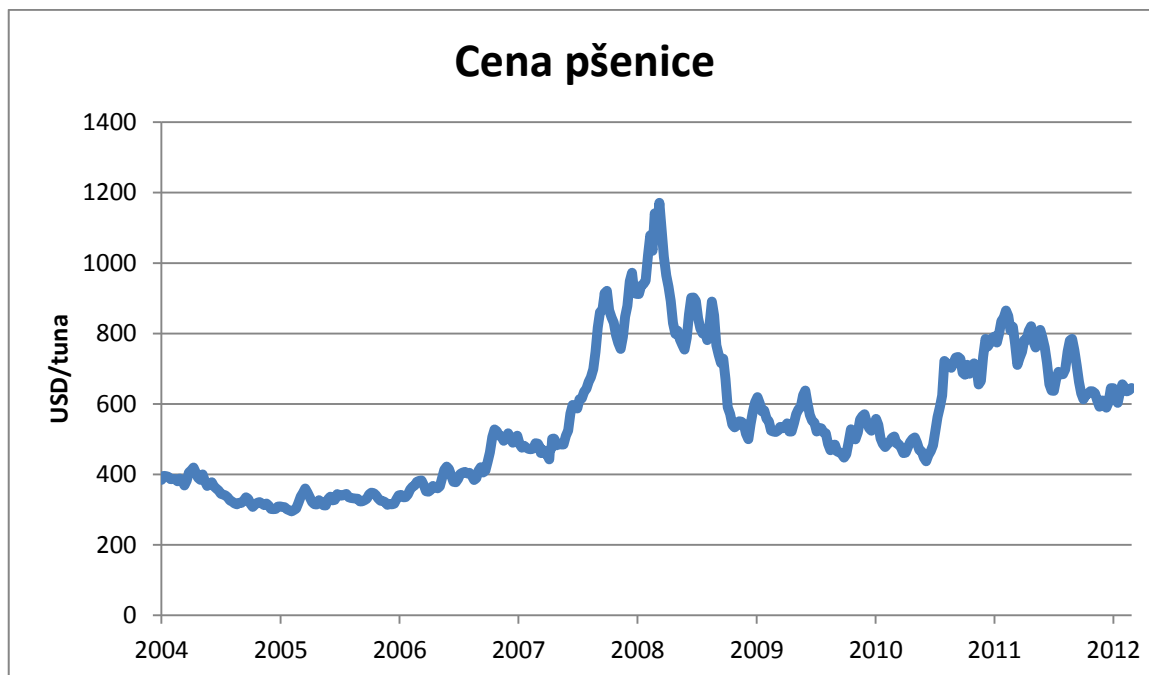


Obr. 21 – Ceny ropy 2004 – 2012

Zdroj: data platforma Saxo Bank, vlastní zpracování

11.4.3 Potraviny

Jedním z nejviditelnějších důsledků amerického tištění peněz byla vlna revolucí v arabském světě, pro kterou se vžilo označení Arabské jaro. Tento fenomén musel nutně zasáhnout nejdříve země s nižší životní úrovní, které navíc musí potraviny dovážet, tedy hlavně země arabského světa (s výjimkou zemí, které vyváží ropu, které mohly kompenzovat zdražení potravin právě vývozem dražší ropy). Výjimkou byla jen Libye, která upadla v nemilost z jiných důvodů.



Obr. 22 – ceny pšenice 2004 – 2012

Zdroj: Platforma XTB, vlastní zpracování

11.4.4 Plyn

Tab. 4 – srovnání výhřevnosti paliv

Znak jakosti	Jednotka	Benzíny	Nafty	LPG	Zemní plyn
Oktanové číslo, rozsah	-	91 - 98	-	100 až 110	128
Cetanové číslo, rozsah	-	-	51 - 55	-	-
Teplota vzplanutí	°C	-20	55	-	-
Teplota hoření	°C	-20	80	-	-
Teplota vznícení	°C	260	250	430	537
Teplota varu	°C	30 až 210	150 až 370	-42 až 0	-162
Teplota tuhnutí	°C	-40	0	-40	-182
Hustota při 15°C	kg/m ³	725 až 775	820 až 845	502 až 579	0,678
Výhřevnost kapal. fáze, min.	MJ/Kg	43,5	41,8	46,5	34
Výhřevnost plynné fáze, min.	MJ/m ³			94	
Meze výbušnosti (směs se vzduchem)	%	0,6 až 8	0,5 až 0,6	1,5 až 11	4,4 až 15
Třída nebezpečnosti	-	I.	III.	I.	IV.

Zdroj: RWE

Z pohledu strategických a politických možností získávání energie bude plyn stále více nabývat na důležitosti. Vzhledem k novým objevům ložisek a hlavně faktu, že v USA se úspěšně rozvíjí těžba plynu z břidlic, které jsou i v Evropě, zejména v Polsku, můžeme

považovat plyn za palivo budoucnosti pro Evropu. *Tab. 4* ukazuje, proč tomu tak bude. Pokud použijeme jednoduchou kalkulaci, jakou ukazuje *Tab. 5*, vidíme, že by musel plyn zdražit cca dvojnásobně, aby se dostal na hodnoty, které mají v současnosti ropné produkty. Účinnost motorů zde zanedbávám, neboť ani u současných motorů není důležité, jestli si kupujeme benzin do moderního, přeplňovaného, účinného motoru nebo do motoru zastaralého, málo účinného.

Tab. 5 – kalkulace energetické výtěžnosti

	Benzin	Nafta	LPG	Zemní plyn
Výhřevnost	43,5	41,8	46,5	34
Cena (CZK za litr nebo jeho ekvivalent)	36,50	36,50	18,00	17,00
Cena za MJ	1566	1504,8	837	578
MJ/CZK	1,208	1,161	2,583	2,000

Zdroj: Vlastní zpracování

Jako bernou minci vnímám hlavně USA, kde se plyn z břidlic dlouhodobě těží. Jeden z důsledků poměrně masivního růstu těžby je snížení jeho ceny v USA. V Rusku, už kvůli závislosti Ruska na vysokých cenách komodit, které vyváží, nemyslitelný vývoj. Výhodou plynu je jeho nízká cena. Za jednu korunu dostaneme 2 MJ energie, ostatní zdroje energie se s ním nemohou rovnat.

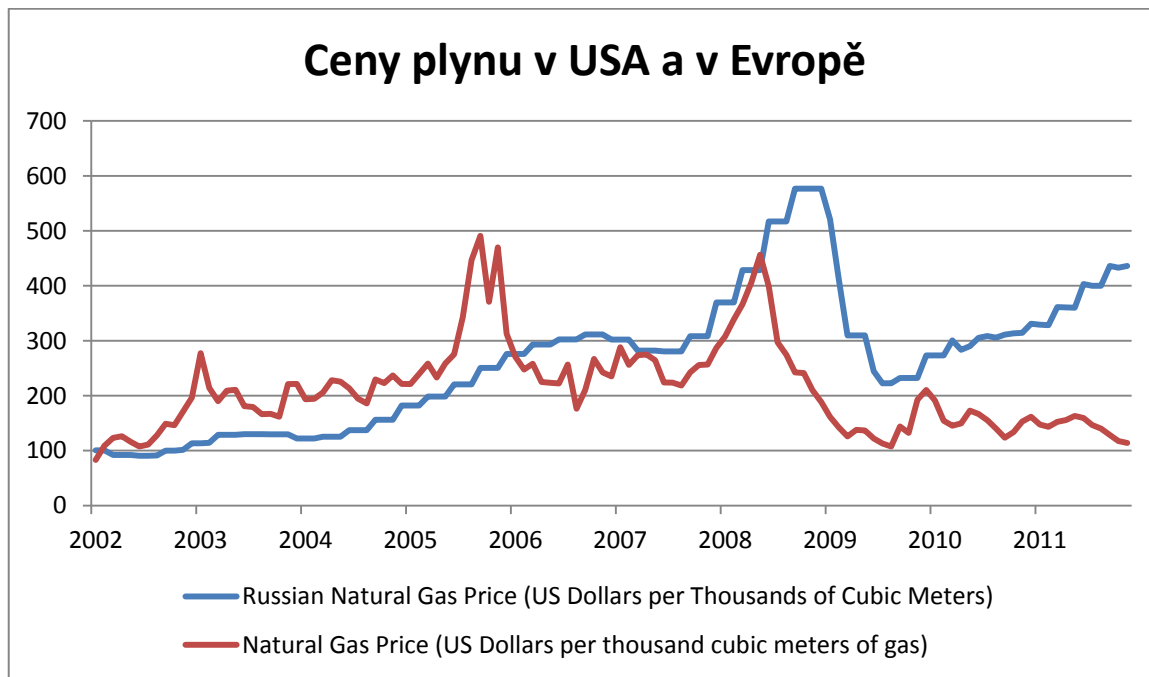
Fakt, že jeho velká naleziště ovládají země, které jsou součástí nejen EU, ale často i Eurozóny, by pomohl vyrovnat platební bilance většiny států, které jsou momentálně v problémech. Vyřešil by také problémy s dopravou, závislou na ropě. Přestavba nám známých motorů na plyn je možná a poměrně levná. Emise aut, jezdících na plyn jsou nepoměrně menší, než jsou emise aut spalujících benzin nebo naftu. Jak je možné se dočíst na stránkách společnosti RWE:

„Při spalování zemního plynu nevznikají pevné nespálené částice (prach, saze). Zemní plyn prakticky neobsahuje sloučeniny síry, takže spaliny jsou téměř bez SO₂. Zemní plyn při spalování produkuje pouze tzv. termické oxidy dusíku, v důsledku čehož jsou emise NO_x 25 až 30 % ve srovnání s uhlím a 30 až 40 % ve srovnání s kapalnými palivy. Emise kyslíčnicku uhelnatého ze zemního plynu jsou vzhledem k dobrému promísení se vzduchem a k dobré regulaci spalování nepatrné, v porovnání s uhlím o 2 řády nižší.

Při spalování zemního plynu se uvolňuje pouze 50 % emisí CO₂ ve srovnání s hnědým uhlím, 60 % ve srovnání s černým uhlím a 75 % v porovnání s kapalnými palivy. Vzhledem

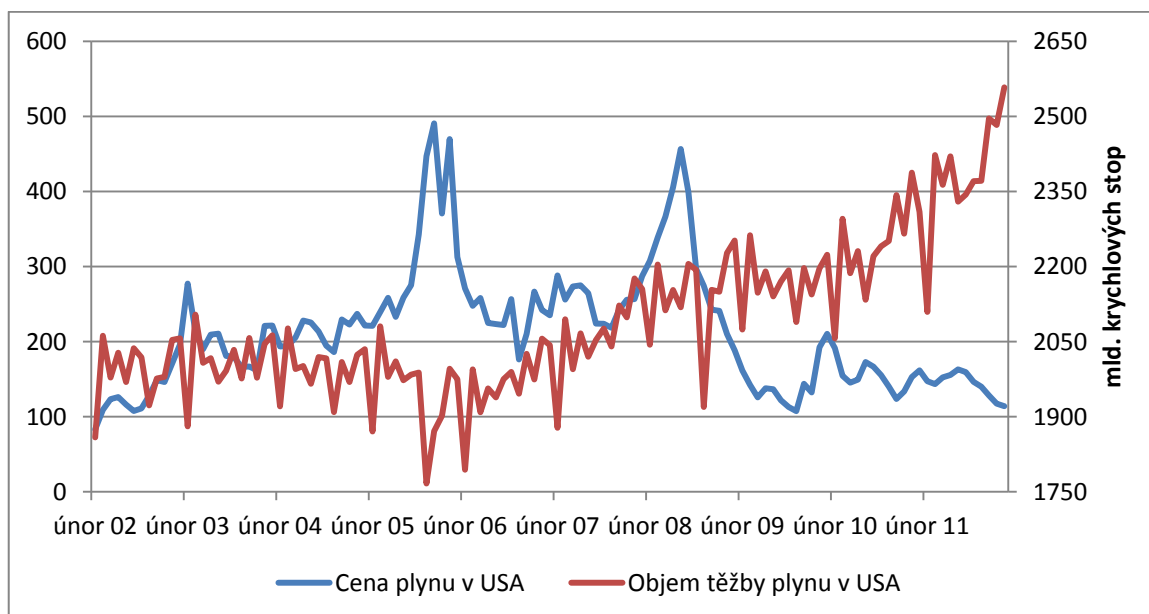
k vyšší účinnosti plynových spotřebičů v porovnání s ostatními palivy je však snížení CO₂ ještě vyšší.

Automobily: Oproti kapalným pohonným hmotám (benzinu, naftě) jsou emise oxidu uhličitého o 20 % nižší.“.



Obr. 23 – graf vývoje cen plynu v Evropě a USA za posledních 10 let

Zdroj: Data EIA a Gazprom, vlastní zpracování



Obr. 24 – ceny plynu a objem těžby zemního plynu

Zdroj: EIA

Obr. 24 ukazuje, jak pomohlo razantní zvýšení těžby plynu ke snížení jeho ceny. USA se, v rámci své strategie, snaží o energetickou nezávislost. Jisté plody už sklízí, jako ukazuje *Obr. 23*. Díky masivnímu navýšení těžby plynu, které je docíleno hlavně posílením těžby z břidlic, se ceny plynu v USA vydaly po vrcholu v roce 2008 opačným směrem, než ty evropské a dále klesají.

Stejně tak anuluje jeden z významných argumentů proti těžbě plynu z břidlic. Pokud je rentabilní těžba v USA, kde jsou ceny plynu poloviční, oproti Evropě, musí být zákonitě těžba rentabilní i v Evropě (při stejných podmínkách). Problémy s kontaminací spodní vody jsou diskutabilní, zvláště v kontextu hloubky těžby, která je větší, než hloubka, z níž se standardně čerpá voda pro obyčejnou spotřebu (ložiska břidličného plynu se nacházejí v hloubkách pod 500 m).

12 SCÉNÁŘE VÝVOJE

Pro potřeby navržení vhodného portfolia je nutné vytvořit scénáře, podle kterých budou portfolia sestavena. Pro potřeby této práce budou vytvořeny klasicky tři scénáře. První, optimistický, bude odpovídat vývoji, kdy se společným úsilím celého světa podaří stabilizovat světovou ekonomiku do té míry, že se vrátí ke stabilnímu a udržitelnému růstu, ještě v průběhu roku 2012. Druhý scénář budu pro potřeby práce nazývat realistický. Jeho předpokladem bude delší období stagnace světové ekonomiky, hlavně v Evropě a USA. Posledním scénářem bude poněkud apokalyptický pohled na kolaps světového finančního systému, který si sice nikdo nás nepřeje, ale jeho příchod není možné úplně vyloučit, troufám si téměř říci, že je pravděpodobnější, než optimistická varianta.

12.1 Optimistický scénář

Optimistický scénář je třeba vnímat hlavně v kontextu dlouhodobého vývoje. Fakt, že se podaří světový systém stabilizovat na dobu jednoho, dvou, nebo i pěti let, není možné považovat za důvod k přistoupení na portfolio optimistického scénáře.

Předpokladem je hlavně uspokojivé vyřešení předlužení USA a Evropy a soft landing v Číně, uklidnění sporů se zeměmi, vyvážejícími ropu a objevení vhodných nalezišť energetických surovin. Významnou skutečností, ke které by optimistický scénář vedl, by bylo zásadní posílení Číny.

12.1.1 Evropa

Evropa by, v případě optimistického scénáře, vyřešila své ekonomické problémy tak, aby žádná země nemusela z Eurozóny odcházet. Obnovila by svou politiku rychlého růstu a našla by takové zdroje energie, které by jí umožnily pokračovat v růstu. Náklady na oddlužení by musela převzít organizace nad Evropou a zaručit ji silnými zárukami. Následoval by pomalý proces vyrovnání rozpočtů, který by pak umožnil státům buď splácet své dluhy z přebytků státních rozpočtů, nebo dlouhodobou monetarizaci dluhu a vyšší inflaci.

12.1.2 USA

V USA podobný vývoj, jako v Evropě. Pomalá a bezbolestná konsolidace rozpočtování v USA, spojená se splátkami buď z přebytkových rozpočtů, nebo monetarizací dluhu. Slibně se rozvíjející americká ekonomika bude pokračovat v rozvoji a růst akciových indexů v USA se neukáže být pouhou bublinou, kterou živí FED pomocí vln QE.

12.1.3 Čína

Čína by, v případě záchrany Evropy a udržení amerického růstu, byla schopná udržet svou fiskální a hlavně monetární politiku ve stavu, který by jí umožnil návrat na dvoucifernou růstovou trajektorii. Díky tomu by během několika let byla schopná překonat v produktu USA a dostat se na první místo v žebříčku ekonomik. Už tento fakt však ukazuje, že je tento scénář přinejmenším málo pravděpodobný.

Čas a hlavně prostředky, který by Čína získala odvrácením problémů v Evropě a USA by, podle již dnes existujících plánů, využila nejen na posílení svého domácího trhu, který by jí umožnil zásadní omezení na exportech, ale hlavně na akvizice v zahraničí, kde by byli schopní Číňané efektivně budovat celé dodavatelské řetězce a pomocí úspor z vertikální a horizontální integrace výrobních řetězců, vytlačit velkou část evropských a amerických firem z jejich trhů a dostat se do pozice světového hospodářského lídra.

12.2 Realistický scénář

Realistický scénář bude postaven na premise pomalého růstu nebo stagnace, který se momentálně jeví, jako nejpravděpodobnější. Evropa se evidentně zdráhá vydat cestou divokého bankrotu a několik (možná desítek) let stagnace jí přijde jako vhodná daň. Mnoho indicií, jako vytváření stabilizačních fondů nebo neochota ustoupit od dnes už nefungujícího systému emisních povolenek, tomu napovídá.

12.2.1 Evropa

Vývoj v Evropě ve výhledu realistického scénáře poznamená hned několik bankrotů menších ekonomik (i když řízených a zajištěných záchrannými fondy). Je na místě předpokládat odchod z Eurozóny přinejmenším u Portugalska a Řecka. Španělsko a Itálie, vzhledem ke své velikosti a významu pro celou Eurozónu nejen jako výrobce, ale hlavně, jako trh, budou, s velkým vypětím sil, udrženy nad vodou a donuceny k razantním a bolestivým úsporám, které vyženou nezaměstnanost do závratných výšin a spustí vlnu migrace v rámci EU a následně i v rámci světa.

Změny v monetární unii a vznik fiskální unie má dvě možné varianty. První z nich bude odchod pouze nejproblémovějších států a udržení současné struktury Eurozóny. Druhou možností je pokus Německa, spolu s dalšími státy, opustit stávající unii a vytvořit novou, fiskálně a konkurenčně silnější měnovou unii, která zřejmě nebude obsahovat Francii, ani Velkou Británii.

12.2.2 USA

V případě USA je pravděpodobným scénářem sílící tlak na narovnávání platební bilance s Čínou a hlavně dosažení energetické soběstačnosti, pomocí rozšíření těžby plynu a ropy na vlastním území. Díky vyrovnávání platební bilance budou USA schopné konsolidovat svou fiskální politiku a budou schopné vyklidit část svých válečků, neboť už nebude třeba udržovat režimy v oblastech, které jsou zajímavé těžbou ropy nebo jiných energetických surovin.

12.2.3 Čína

Pomoc Číny bude v případě problémů a ochlazení v Evropě značně menší, než jakou by si přáli evropští představitelé. Čína nebude chtít zřejmě nakupovat evropské dluhopisy v takovém objemu, jako to dělala u USA (jedno spálení jí zřejmě stačí). Bude se snažit spíše čekat na to, až se dostanou státy do takových problémů, že budou muset prodávat státní společnosti a o ty se budou Číňané zajímat. Už dnes se snaží o akvizice ve strategických odvětvích, jako jsou telekomunikace, loděnice, důlní průmysl nebo přístaviště. Na druhou stranu se dostane Čína do pozice, kdy nebude existovat dobrá volba. Na jedné straně bude muset přihlížet, jak evropská krize bude snižovat objemy čínského zboží, které do Evropy proudí, na druhé straně pak nebudou chtít představitelé Číny kupovat dluhopisy, které bude možné znehodnotit monetarizací dluhu, která je v takovém případě velmi pravděpodobná.

12.3 Pesimistický scénář

Pesimistický scénář je v podstatě přípravou na to, že „něco velkého selže“. Je přípravou na kolaps světového ekonomického systému, hlavně na systém volně směnitelných kurzů a systému částečných bankovních rezerv. Jako východisko použijí americký zákon IEEPA, který je známý a je právě pro tyto situace vytvořen. Jeho dalšímu představení se věnují v samostatné kapitole International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) na straně 20. Výsledkem kolapsu by byl návrh kompletně nového finančního systému, s velkou pravděpodobností spojený s konfiskací zlata nejen z bank, ale i od soukromých vlastníků, minimálně v USA. S velkou pravděpodobností by byl takový krok provedený celosvětově a bez předchozího ohlášení, jako všechny velké měnové reformy.

Je dosti nepravděpodobné, že by v nejbližší době došlo k takovému kroku. Ekonomiky jsou řízeny pevnou rukou a trhy zatím velmi ochotně reagují na expanzivní monetární poli-

tiku, která jim umožňuje vytvářet zisky z peněz, které dostávají z centrálních bank. Jako spouštěče krize takového rozsahu vidím spíše přírodní katastrofy. Pokud by došlo k pohromě podobných rozměrů, jako byla ta v Indonésii nebo v Japonsku v USA nebo v Evropě, museli bychom sáhnout právě po tomto scénáři.

Evropa, vzhledem k nepoměrně menšímu manévrovacímu prostoru pro výraznou monetární expanzi, bude zřejmě prvním místem, kde dojde k problémům. Fiskálně nestabilní státy budou, v případě výjimečného stavu, jako první na ráně. Z Evropy se krize dostane nejprve do USA a následně do Číny. Předlužené evropské státy nebudou schopné dodat dostatek likvidity svým bankám, aby je ochránily před runy. Banky nebudou ochotné pomáhat si navzájem, protože samy nebudou s to tento stav ustát. Platební neschopnost pak se z těchto center přelije do ostatních částí světa.

12.3.1 Evropa

Evropa, díky svému předlužení a absenci možnosti, zaštitit se hlavní světovou rezervní měnou, zůstane plně napospas trhům a krizi. Rozdrobenost, kterou je momentálně vidět, se ještě prohloubí a dále omezí už tak slabou akceschopnost Evropy. Dojde k rozpadu Eurozóny, obnovení národních měn a snahu o ochranu pomocí cel, na síle nabere i měnová válka.

12.3.2 USA

USA budou postupovat podle IEEPA, zákona jako stvořeného právě pro tuto příležitost. Prvním krokem bude, že po pádu systému dojde k zmražení všech transakcí směrem do USA i ven, budou, až do odvolání, zavřeny veškeré burzy a banky. Dále bude z členů odborné veřejnosti (předpokládejme lidi z Wall Street, předních amerických univerzit, bank apod.) vytvořena komise, která bude jmenována poradním orgánem prezidenta. Právě tito lidé budou mít v rukou nástroje a právo říci, jak dále postupovat. Veškeré zlato v bankách na území USA bude znárodněno a fyzicky přemístěno do amerických vojenských základen, jako je např. Fort Knox, jeho bývalí vlastníci dostanou později kompenzaci. Veškeré transfery majetku nebo peněz v elektronické podobě budou v USA pozastaveny, depozita budou na dobu pozastavení úročena. Všechny finanční instituce v USA budou muset povinně nakoupit určitý objem dluhopisů. Veškerý vývoz zlata z USA bude zakázán. Pomocí tohoto postupu USA docílí:

- ❖ Zakonzervování stavu, jaký je, situace se nebude dále zhoršovat.
- ❖ Znárodněním zlata se vytvoří dostatečný objem na vytvoření nové, zlatem kryté měny.
- ❖ Zajištění dostatečného množství peněz na udržení státu v chodu (hlavně silové složky, které se budou muset vypořádat s protesty).

12.3.3 Čína

Vývoj v Číně bude záviset hlavně na tom, kdy ke kolapsu dojde. Pokud bude mít Čína čas na to, aby provedla konsolidaci domácí poptávky, bude schopná částečně omezit dopady na svoji ekonomiku. Spolu se stále rostoucími zásobami zlata bude schopná i udržet svoji měnu v jisté síle. S velkou pravděpodobností dojde k ještě silnější izolaci čínské ekonomiky od zbytku světa a veškerou sílu napnou Číňané ke zvýšení bohatství svých obyvatel.

Pokud dojde k pádu příliš brzy a Čína nebude schopná přeměřovat svou výrobu dovnitř, můžeme očekávat naopak velké problémy, spojené s plným projevením problémů, které jsou popsány výše. Dojde k masivnímu poklesu cen realit napříč Čínou, k velkému snížení bohatství lidí, kteří díky jejich zlevnění přijdou nejen o značnou část majetku (v Japonsku při podobném krachu došlo k poklesu o více, než 60 %), ale také o možnost získat další prostředky. Domy budou neprodejně a budou chátrat.

12.3.4 Švýcarský požadavek na stažení zlata z USA

Že scénář konfiskace zlata, deponovaného v USA, není nereálný a že jsou státy, kde se s ním otevřeně počítá, ukazuje snaha části švýcarských poslanců, kteří se snaží dostat z USA švýcarské zlaté rezervy. O jejich snaze opět média nijak neinformují, dokument je však možné najít na internetu.

Za tímto krokem vidím obavy jisté části Švýcarů z možného znárodnění švýcarského zlata v amerických bankách, v případě nejhoršího vývoje. K čemu by takové množství zlata Američané použili, je otázka. Jako jednu z možností vidí James Rickards (2011) dokonce vytvoření nové, zlatem kryté měny, místo (tou dobou) bezcenného dolaru.

Švýcaři zatím sbírají podpisy, aby se mohli začít touto otázkou zabývat. K tomu, aby ve Švýcarsku bylo možné vypsat referendum, je nutných sto tisíc podpisů. Iniciativa nechce jen znovuzískat švýcarské zlato, její požadavky jsou zaměřeny i na omezení svobodného nakládání SNB se švýcarským státním zlatým pokladem:

- ❖ Všechno švýcarské zlato musí být fyzicky uloženo ve Švýcarsku.
- ❖ SNB nemá právo prodávat zlaté rezervy.
- ❖ SNB musí držet alespoň 20 % svých aktiv ve zlatě.

Pro valnou většinu lidí by byla už taková iniciativa zásadním signálem, že pokud chtějí Švýcaři svoje zlato doma, může se s ním něco dít. Pokud ho chtějí mít doma Švýcaři, bude opravdu dobré ho mít doma pro každého z nás.

13 INVESTIČNÍ PORTFOLIA

Investiční portfolia budou sestavena podle výše vypsanych scénářů vývoje. Budou na ně přímo navazovat, a při jejich konstrukci se na ně budu často odkazovat. U každého scénáře jsou vypracovány dvě portfolia, jedno pro krátkodobý investiční horizont, druhé pro dlouhodobý. U krátkodobého je investiční horizont cca 12 měsíců, u dlouhodobého 2-3 roky. Investice budu směřovat podle zásad řízení rizika do různých geografických oblastí, různých odvětví průmyslu a do různých investičních aktiv.

13.1 Optimistický scénář

Optimistický scénář počítá, jak již bylo nastíněno, s návratem k silnému růstu HDP států EU a USA, kolem 3 – 4 % ročně a hlavně s vyřešením dluhové krize. Nepravděpodobný vývoj, ale množství voleb, které bude probíhat, dává jistotu, i když malou naději, že dojde k hlubokým změnám v mentalitě politiků, kteří budou dělat správná rozhodnutí, ve správném čase a se správnou razancí.

13.1.1 Krátkodobý horizont

V krátkodobém horizontu budu předpokládat obnovení hlavně zastavení pádu států jižní Evropy do problémů a stabilizaci bankovního sektoru Evropy. Dále pak, navzdory očekáváním světových institucí, zachování stagnace klíčových evropských ekonomik a krátkou (cca tříměsíční) recesi v ohrožených zemích, nahrazenou zrychlováním růstu HDP.

Vzhledem k rychlému obnovení rovnováhy se jeví jako optimální investice do momentálně silně zasažených odvětví, které by obnovení rovnováhy a růstu dostalo do rostoucího trendu. Velmi lukrativní budou zejména banky, které jsou teď bity za svá špatná rozhodnutí, na druhé straně by v případě vyřešení problémů a přísunu likvidity banky mohly obnovit úvěrování ekonomiky. Zajímavé se stanou i automobilky a stavebnictví.

13.1.2 Dlouhodobý horizont

Dlouhodobý horizont bude navazovat na krátkodobý a bude počítat s obnovením růstu evropských ekonomik a ukončením krize během zhruba jednoho roku.

V takovém případě by byl jistotou finanční sektor, zejména banky. Dalším investičním cílem by se staly, díky tlaku Německa a Rakouska (jejichž firmy mají zvládnuté technologie získávání elektřiny z OZE), na rozšíření ekologické ekonomiky, postavené na technologiích Smart Grids⁴. Přestože momentálně probíhá spíše opačný proces, který spíše omezuje dotace OZE, v případě dostatku peněz by se stal i pro politiky velmi lukrativním zdrojem příjmů.

K OZE bude zapotřebí nutně dobudovat i infrastrukturu, tzv. smart grids. Ty budou budovat zejména německé a severoevropské firmy, které k nim mají už dnes potřebné know how. Jediné, co jim momentálně chybí, jsou peníze na výstavbu a pozitivní postoj obyvatel Evropy.

13.2 Realistický scénář

Realistický scénář bude předpokládat v krátkém období volatilní vývoj všech trhů. Vzhledem k vývoji v USA nelze úplně vyloučit další vlnu QE se všemi jeho následky – rally na amerických akciových trzích, prudké oslabení dolaru, hlavně ke zlatu a ostatním měnám, které nebudou mít možnost tak rychle reagovat tištěním vlastní měny. Stejně tak útok Izraele na Írán a pomalý rozjezd problémů v Číně. Hlavně první dvě události však pokládám, vzhledem k rozložení sil a stavu globální a americké ekonomiky, za málo pravděpodobné. Za pravděpodobnější pokládám stupňování tlaku na Írán, které nakonec vyústí v jednání o cenách ropy, následované koordinovaným uvolněním strategických rezerv v hlavních zemích světa a poklesu cen ropy i za cenu poklesu zásob, následované prohlášeními mnoha státníků o odklonu států od ropy a omezení podílu ropy na energetickém mixu zemí (hlavně Evropa a USA) v delším období. Tento krok budou Američané zcela nepochybně chtít stihnout do prezidentských voleb v listopadu 2012. Po poklesu cen ropy však vznikne prostor nejen k další vlně QE, ale hlavně k vyřešení otázky Íránu. Jako reálné vidím i pokus o řešení vojenskou silou, proto mám na zřeteli společnosti obchodované na burze, zaměřené na zbrojařský průmysl. Zejména společnosti, vyrábějící moderní letadla, která by bylo možné použít v případném konfliktu na Blízkém a Středním východě.

⁴ Smart grids jsou do češtiny překládány, jako „Chytré sítě“. Tento koncept moderních sítí, které samy řídí spotřebu a hlavně cenu energie, podle toho, jestli je jí nedostatek nebo přebytek, jsou novým konceptem, který mnozí ekologové prosazují, jako nutný k tomu, aby došlo k ještě efektivnějšímu nakládání s energiemi.

13.2.1 Krátkodobý horizont

Krátkodobý horizont předpokládá zejména gradaci tlaku na Írán. Američané nebudou v brzké době chtít jít do otevřeného konfliktu, pokud bude možné se mu vyhnout. Cena ropy by se, v případě problémů v Hormuzském průlivu, těžko zastavila na psychologické hladině 200 USD/barrel. Reálnou považují spíše cenu kolem 300 USD/barrel, krátkodobě možná i více. Podle dat z International Energy Agency těžila Libye pouhých 1,8 % světové těžby a výpadek v její těžbě znamenal skokový růst cen ropy o zhruba 20 %. Výpadek těžby v Íránu, který těží podle stejné zprávy 4,2 %, spojený s problémy na trase, kterou proudí 30 % světové produkce, by těžko znamenal růst o pouhý dvojnásobek, i při aktivaci strategických zásob ropy, které by mohly stát k dispozici.

Dalším krokem, který vidím, jako pravděpodobný, je postupný pád dalších zemí do problémů a nutnost jejich sanace z fondů EFSF a posléze ESM, který bude tou dobou již funkční. Jako hlavního kandidáta vidím hlavně Portugalsko, na němž se bude testovat schopnost zemí pomáhat přes fond ESM. V podstatě bude testem, jak budou evropské země ochotné a schopné dostat z problémů Španělsko a hlavně Itálii.

13.2.1.1 Měny

Stejně, jako v dlouhodobém scénáři, budu spekulovat na oslabení eura a zároveň hledat měny, které budou schopny odolávat tlaku eura. Jako zajímavou možnost investice jsem vyhodnotil australský dolar. Hlavní investiční příležitostí budou francouzské prezidentské volby, které rozebírám v kapitole *11.1.5 Politická stabilita Evropy*, na straně 57. Nejistota ohledně chování francouzských voličů vytvoří velkou nejistotu ohledně další role Francie v zachraňování Evropy a tím oslabí euro.

13.2.1.2 Ropa

V rámci krátkodobého scénáře můžeme spekulovat na i ceny ropy. Díky konstantnímu tlaku na Írán a hlavně červnovému ukončení obchodování s Íránem ze strany zemí EU, dojde k jejímu dalšímu růstu a futures kontrakty na ropu budou správnou investiční příležitostí, jak na růstu participovat (a pokud se na to podíváme z pohledu autem jezdícího člověka, přenést část růstu cen pohonných hmot na ostatní účastníky trhu). Hranici ceny ropy, kterou je možné bez ozbrojeného konfliktu dosáhnout leží podle mého názoru na silné psychologické hranici 150 USD/barrel v Evropě (tedy ropa Brent).

Citelný pokles cen ropy mohou přinést události, které budou mít na trh s ropou globální vliv.

- Ochlazení ekonomiky USA nebo Evropy – Evropa a USA mají zásadní podíl na spotřebě ropy. Podle stránek indexmundi.com spotřebovávají USA 18 690 000 barelů denně. Druhá Čína 8 200 000 barelů a třetí Japonsko 4 363 000 barelů denně. Evropa má celkovou spotřebu vyšší než Čína, její hodnota přesahuje 12 000 000 barelů ropy za den.
- Ochlazení ekonomiky Číny a Indie – stejně jako USA a Evropa, je spotřeba Čína a Indie elementem, který je nutné mít na zřeteli. Tyto dva státy jsou navíc významné hlavně tím, že jejich spotřeba ropy, díky zatím stále ještě rostoucí ekonomice, roste nepoměrně rychleji, než u rozvinutých států v USA a Evropě. Současná cena ropy v sobě zahrnuje i silná očekávání ohledně dalšího růstu spotřeby a poptávky. Pokud by Čína nebo Indie ohlásily razantní zpomalení růstu, došlo by, právě kvůli přehodnocení tohoto očekávání, ke zlevnění ropy.
- Koordinovaná akce několik států, které by uvolnily strategické rezervy – akce, kterou pokládám za naprosto nevyhnutelnou v horizontu nejbližších šesti měsíců. Jsem si takřka jistý, že pokud nedojde k ostatním událostem, které popisuji v této části, dojde právě na uvolnění strategických rezerv a zaplavení trhů velkým množstvím ropy. Tento krok předpokládám v období před americkými prezidentskými volbami a pokládám ho za hlavní volební tah současného amerického prezidenta Baracka Obamy, který si tímto krokem bude chtít naklonit valnou část Američanů, kteří velmi nelibě nesou současné ceny ropy a benzínu v USA.
- Vyřešení íránského jaderného programu – jakékoliv mírové vyřešení íránského jaderného programu by přineslo rychlé zlevnění ropy, hlavně evropského Brentu. Cest, jak by k tomu mohlo dojít, je několik, většina z nich je však přinejmenším nepravděpodobná nebo by spíše vedly k růstu cen. Jako nejpravděpodobnější vidím buď americko-izraelský útok na Íránská jaderná zařízení, který ale ceny zvýší a zřejmě povede k širšímu ozbrojenému konfliktu v regionu. Jako pravděpodobnou potom možnost dobrovolného ukončení íránského jaderného programu, výměnou za americkou pomoc při výrobě elektřiny, která ovšem bude muset být spojena s výměnou současné vládní garnitury v Íránu. Američané a Japonci už dlouhodobě testují reaktory, které mohou být použity v podstatě kdekoli, kde je možné je na-

pojit na nezbytný chladicí systém a mohou bez jakékoliv údržby fungovat cca 30 let s výkonem kolem 50 – 125 MW (podle typu a síly reaktoru).

- Nalezení a velmi rychlé otevření nového a levně těžitelného ložiska – v podstatě nejméně pravděpodobná možnost události, vedoucí k poklesu ceny ropy. Zde se, vzhledem k tomu, že nejsem ani klimatolog, ani geolog, odkáží na uznávaného klimatologa a filosofa Václava Cílka, (str. 43 a 73) který říká, že na Zemi už nejsou oblasti, které by bylo možné použít pro potřeby levné těžby ropy. Geologové tvrdí, že na Zemi už nejsou velká, levně a lehce těžitelná ložiska ropy, která ještě nebyla objevena. Další cesta za ropou povede do větších hloubek, ať už na souši nebo na moři. Tam však nutně musí nastoupit lepší technologie a větší náročnost, které budou zvyšovat cenu. Nehledě na riziko používání nových, ne vždy dokonale zvládnutých technologií, které s sebou nesou, právě kvůli své velké komplexnosti a složitosti, mnohem větší nebezpečí selhání lidského faktoru.

Tab. 6 – seznam evropských zemí s největší spotřebou ropy

Pořadí v žebříčku	Země	Objem bbl/den
7.	Německo	2 437 000
12.	Francie	1 875 000
14.	Velká Británie	1 669 000
15.	Itálie	1 537 000
16.	Španělsko	1 482 000
26.	Belgie	608 200
29.	Polsko	545 400
33.	Řecko	414 400
45.	Švýcarsko	280 000
36.	Ukrajina	348 000
37.	Švédsko	328 100
47.	Portugalsko	272 200
49.	Rakousko	247 700
53.	Česká republika	207 600
Celkem		12 251 600

Zdroj: vlastní zpracování

13.2.2 Dlouhodobý horizont

V delším období bude portfolio reflektovat snahu o změnu energetického mixu, zvyšování napětí ve světě, snahu o stabilitu portfolia v rámci investic, navázaných na drahé kovy

a likviditu části investice. Je ze všech scénářů nejrozpracovanější a její realizaci na konci doporučím i s dobou, kdy by bylo optimální vstoupit do pozic.

13.2.2.1 Energetika

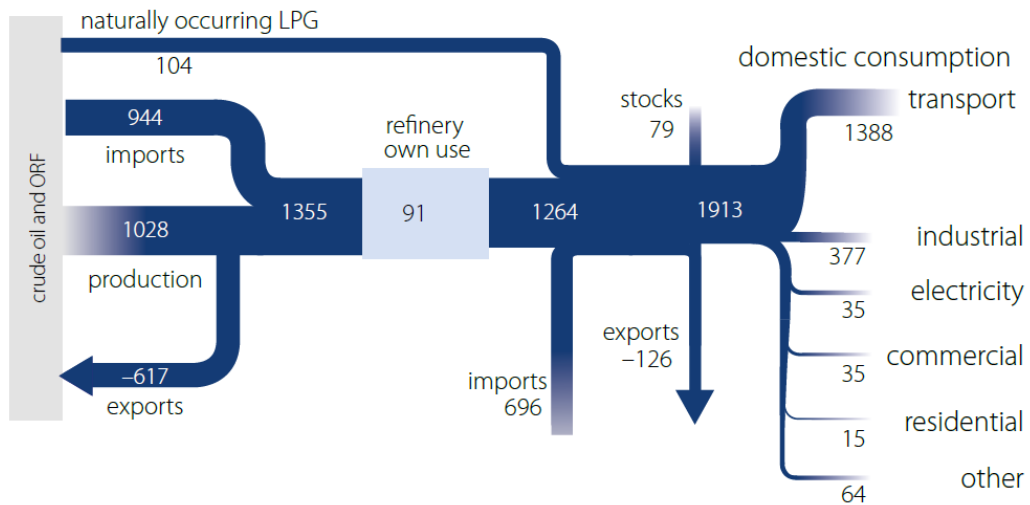
Energetika prošla po roce 2008 poměrně silnou korekcí (BBG European Energy Index ztratil necelých 60 % hodnoty), po pádu se však vrátil zpět k růstu a roste, s jedním výkyvem, kdy došlo k týdennímu výprodeji mezi 15. a 21. listopadem 2011, který ale index opět dohnal. Důvodem k němu byly obavy o dluhové problémy Eurozóny.

Energetiku bude zastupovat polský polostátní podnik PKN Orlen, který bude těžit z blížících se termínů začátku těžby, na níž bude mít zájem i stát, jako částečný vlastník společnosti.

13.2.2.2 Měny

Kvůli lepším rozložení rizika a zvýšení likvidity portfolia doporučuji vstoupit do pozice i na měnovém trhu. Jako cíl jsem si vybral australský dolar. Austrálie těží z rostoucího produktu Číny, který jí pomohl dostat v roce 2011 platební bilanci do aktivní hodnoty. Díky tomu vzniká na AUD prostor k posilování. Další výhodou pak jsou vysoké úrokové sazby v Austrálii, potvrzené i zasedáním Australské centrální banky z dubna roku 2012. Základní úroková sazba je momentálně na hodnotě 4,25 %. Tato hodnota bude, v kombinaci se silícím vývozem do Japonska a Číny, kurz AUD spíše posilovat. Stávající politika australské centrální banky v oblasti inflace pak stanovuje inflační cíl mezi 2–3 %. Momentálně inflace v Austrálii má hodnotu 3,1 %, je tedy na horní hranici inflačního cíle, a pokud by dále rostla, budou sazby spíše růst, než klesat.

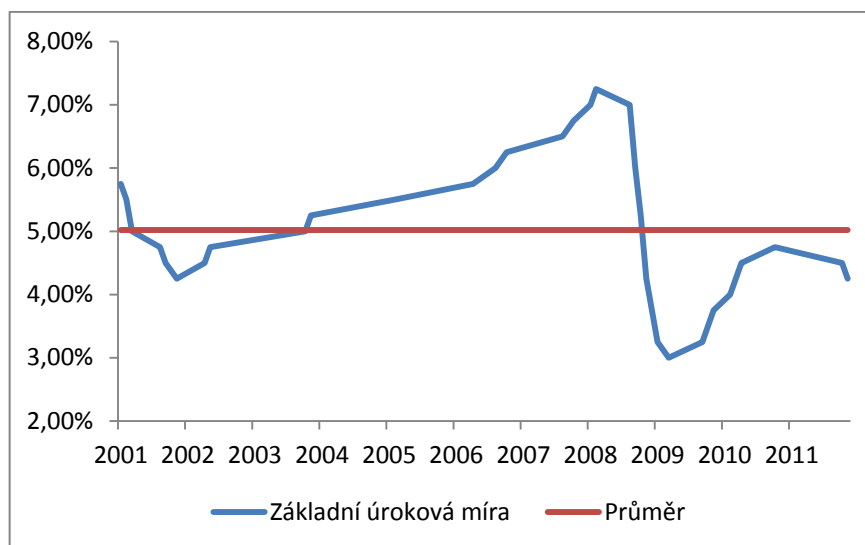
Australian oil and LPG flows, 2008–09
Units: petajoules



Source: ABARES, Australian energy statistics.

Obr. 25 – struktura získávání a nakládání s ropou v Austrálii v letech 2008 – 2009

Přes klesající podíl domácí těžby a nutnost zvyšovat dovoz ropy je Austrálie schopná pokrýt více než polovinu své spotřeby vlastní těžbou, jako ukazuje Obr. 25 z oficiální zprávy australské vlády, Ministerstva energie a turismu. Citlivost na výkyvy cen ropy na světových trzích proto není tak velká, jako u čistých importérů. Australská inflace, s níž by mohla chtít australská centrální banka bojovat, tak nehrozí, kvůli vysokým cenám ropy, zásadním růstem. Případné problémy v Číně se v Austrálii projeví s jistým zpožděním, navíc budou potřebovat určitou spouštěcí událost. Valná většina potenciálních spouštěcích událostí (viz kapitolu 11) se bude odehrávat v Evropě. Mechanismus přelití oslabení hospodářství přes Evropu do Číny a následně do Austrálie pak poskytne dostatek času na vystoupení z pozice a přenesení investice do bezpečnější oblasti.



Obr. 26 – graf vývoje změn základní úrokové sazby v Austrálii

Zdroj: Data: Reserve bank of Australia, vlastní zpracování

13.2.2.3 Drahé kovy

Významnou součástí portfolia budou i cenné kovy. Vzhledem k nízké likvidnosti fyzické držby a hlavně faktu, že v tomto scénáři nepředpokládám pád světového finančního systému, který by vytvořil nutnost investice do fyzických drahých kovů, doporučuji nakoupit akcie společnosti, která podniká v oblasti důlního průmyslu, Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc.

Jako zajímavou vidím i možnost investice do diamantů, jejich hodnota roste v podstatě permanentně a krize se jejich cen v podstatě nedotkla. Problém však je obrovská finanční náročnost, složitost oceňování briliantů a hlavně nebezpečí průmyslové vyráběných diamantů. Ty je, díky moderním postupům výroby syntetických diamantů, dnes již nemožné odlišit od přírodních, které mají několikanásobně vyšší hodnotu – jediným vodítkem jsou nám certifikáty, které však jdou falšovat ještě mnohem jednodušeji, než diamanty.

ETF, vybavená dostatečným kapitálem, odborníky na diamanty a hlavně kontakty na doly, které by zaručily fyzické zajištění investice diamanty, momentálně na trhu nejsou, i když se jeden velmi zajímavý rodí.

13.2.2.4 Zbrojařský průmysl

Rostoucí napětí ve světě a hlavně napětí kolem Hormuzského průlivu ukazují na potřebu světového společenství budovat síly, které budou schopné přimět státy, odkloněné od po-

žadovaného směru, k návratu na požadovanou cestu. Pravděpodobnost rychlého útoku považují, vzhledem k blížícím se volbám v USA a vysokou cenou ropy, za nízkou. Ovšem dlouhodobě je situace na Blízkém východě neudržitelná a bude nutno ji řešit. Předpokládám, že hlavními zbraněmi, použitými v případném válečném střetu, budou opět letadla, stejně jako v případě všech dosavadních konfliktů, v Iráku, Afghánistánu nebo nejnověji v Libyi. Americké jednotky využívají právě strategií totální vzdušné převahy, která potom umožňuje a zásadně zjednodušuje jakékoliv další pozemní operace. V regionu budou brzy už tři letadlové lodě, hlavními zbraněmi, které budou použity, budou jejich palubní letouny. V regionu jsou momentálně U.S.S. Carl Vinson, U.S.S. John C. Stennis, na cestě je U.S.S. Enterprise. Nakolik jsou však poslední dobou spíše v kurzu amerických operací bezpilotní letouny, budu preferovat společnost, vyrábějící bezpilotní letouny RQ-170 Sentinel – Lockheed Martin. Americká armáda se společností velmi úzce spolupracuje, plánuje i nákup letounů F-22 Raptor a hlavně F-35 Lightning. Levnější Lightninig, svým konceptem spadá do nové kategorie Joint Strike Fighter. Je víceúčelovou zbraní, která bude ve výzbroji NATO nahrazovat postupně několik úzce zaměřených letounů, jmenovitě: F-16 u USAF (USA), F/A-18C u USMC (USA) a US Navy (USA) a Harriery u USMC (USA) a Royal Navy (VB). Záměr nakoupit do výzbroje letouny F-35 Lightning ohlásilo hned několik zemí. Mezi nimi Švédsko, Japonsko (42 strojů), Izrael (20 strojů), Turecko (116 strojů) a samozřejmě zadavatelské USA (680 strojů), kde se však čeká na to, jak dopadnou volby do Bílého domu. Za zmínku stojí také fakt, že letouny F-35 zvažuje i české ministerstvo zahraničí pro tendr na nové nadzvukové letouny po tom, co doslouží současné švédské Gripeny.

Dalším výrobkem Lockheed Martin, který využívá zatím výhradně americká armáda, je bezpilotní letoun RQ-170 Sentinel, který byl široce nasazen hlavně v Afghánistánu, méně pak operuje nad Pákistánem a Íránem. Zdroje z USA dokonce potvrdily, že letouny Sentiel byly použity při operacích, které vedly k dopadení a zabití Usámy bin Ládina. Dalším významným strojem tohoto zaměření je MQ-9 Reaper, vyráběný společností General Atomics. Ovšem pouze z pohledu koncepce bezpilotních letounů, řízených ze země.

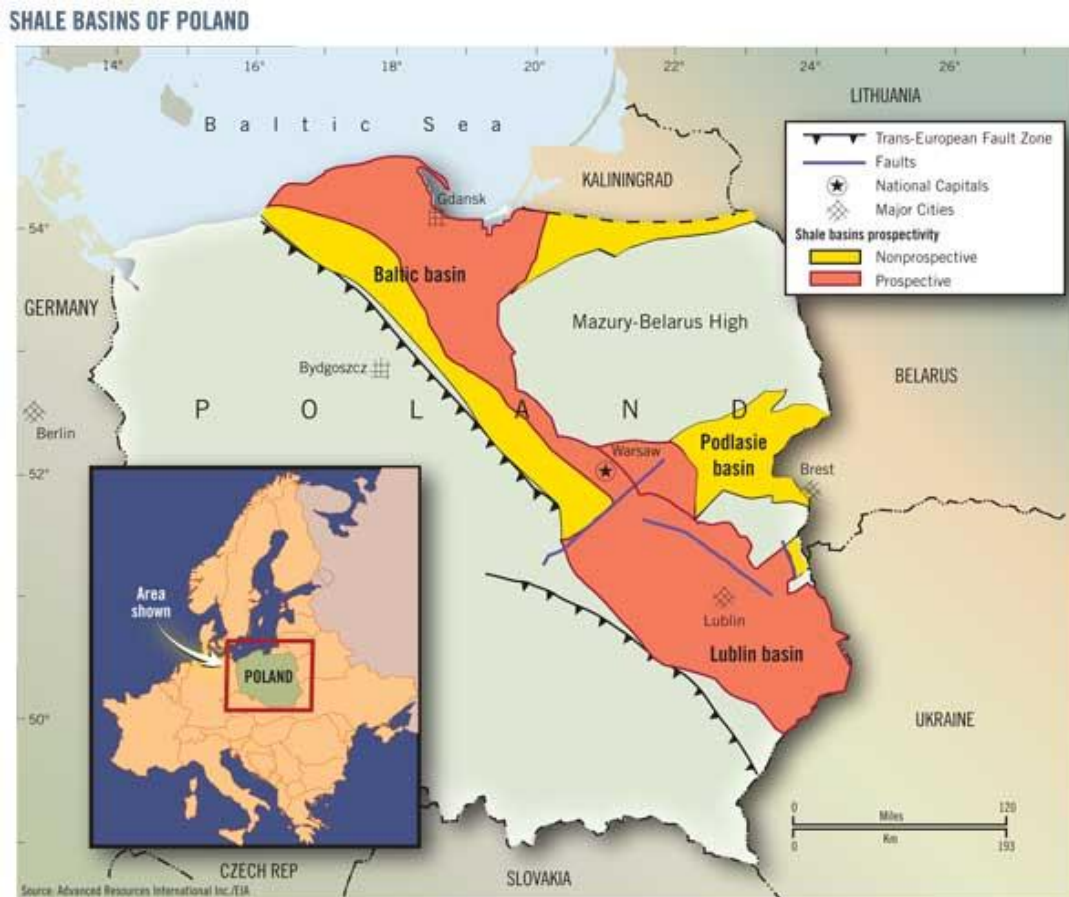
Oba letouny jsou odlišné konstrukce a nasazení a proto budou fungovat vedle sebe a vzájemně se v bojovém nasazení doplňovat. Určitou nepříjemnost způsobilo jeho údajné zajetí v Íránu. Částečně tento incident může omezit nasazení v případné operaci, kterou by USA nebo její spojenci v oblasti prováděli, ale pravděpodobnější je jeho použití, neboť ostatní

bezpilotní letouny, které USA mohou nasadit, nejsou vybaveny technologií stealth, ani nemají takovou nosnost, kterou mu propůjčuje jedinečná technologie létajícího křídla.

13.2.2.5 Představení částí portfolia

PKN Orlen

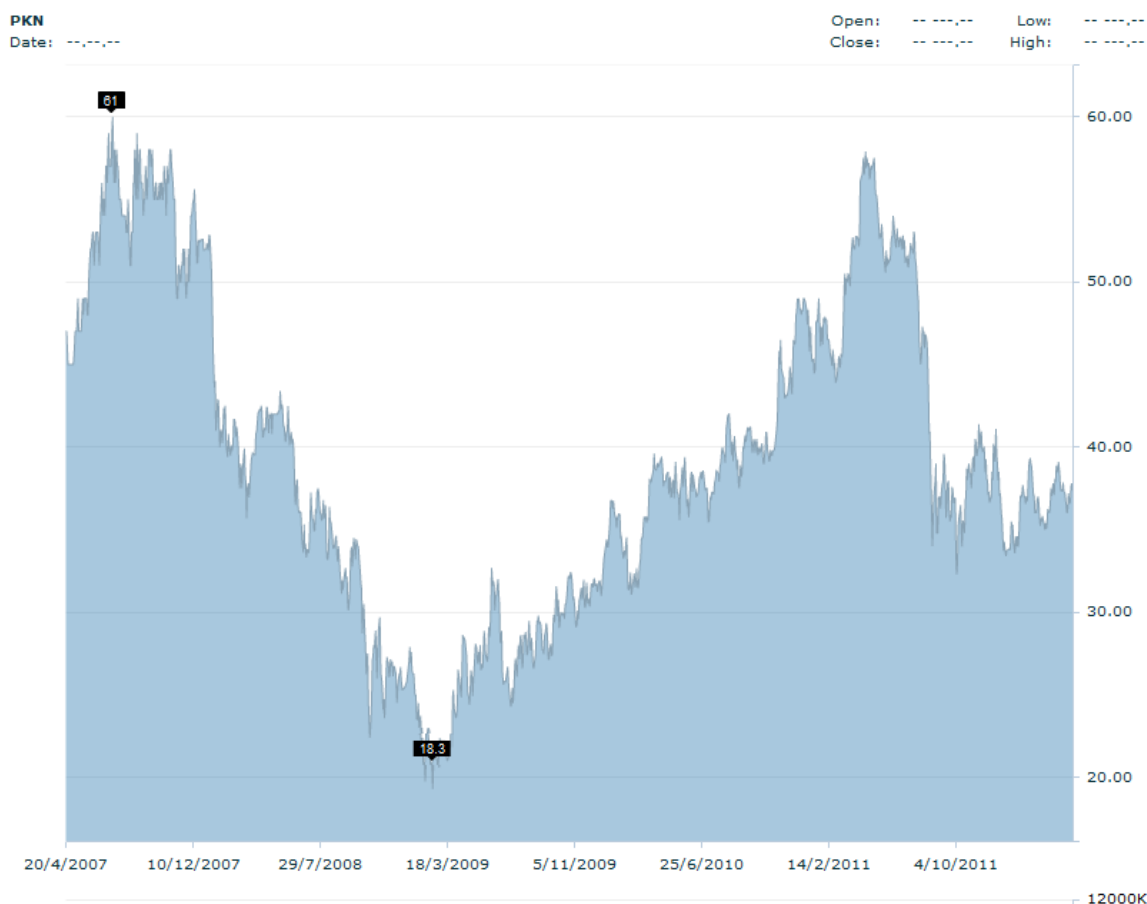
PKN Orlen je polostátní polská firma, zaměřená na zpracování, distribuci a prodej petrochemických produktů. Zatím je firma zaměřena zejména na ropné produkty, má vlastní síť čerpacích stanic a rafinérií. Díky nalezení břidlicového plynu v Polsku však plánuje expanzi do oblasti těžby plynu z břidlic. Výhodou je potom její polostátní forma. Pokud bude probíhat těžba plynu na polském území, bylo by nebetyčnou chybou polských úřadů k ní nepustit polostátní firmu, která bude moci vyplácet dividendy státu – Poláci by se tak dostali k velmi příjemným ziskům pro státní kasu, které by, vzhledem k tomu, že se s velkou částí produkce plynu počítá pro vývoz, zaplatili zahraniční zákazníci, nikoliv Poláci. Orlen momentálně spíše ztrácí, hlavně kvůli svým aktivitám v ČR (Unipetrol). Kvůli nižšímu zisku pak rozhodli akcionáři, že nebude vyplacena dividenda. Díky tomu hodnota Orlenu poklesla o zhruba 3 %. Nakolik se nejedná o výpadek v příjmech nebo prodané produkci, zůstává, i přes pokles ceny akcií, zajímavou investicí.



Obr. 27 – mapa rozložení polského plynu

Zdroj: Oil & Gas Journal

Předběžné výsledky pokusných vrtů pak ukazují na to, že by měl být schopen PKN Orlen těžit plyn z bohatých ložisek na svém území. Nulové dividendy ukazují, také na to, že se firma chystá široce investovat a stát, jako hlavní akcionář, ji v tom chce, vzhledem k dobré kondici polských veřejných financí a dobré prognóze na další rok, podpořit. V Polsku není zatím vybudovaná infrastruktura pro masivní dopravu plynu. Proto bude nutné ji postavit – je pravděpodobné, že se o to bude snažit právě těžaři, kteří budou chtít mít pokrytou celou vertikální strukturu. Momentální propad akcií, kvůli nižším ziskům v Q1 2012 by měl být bohatě dohnán po zveřejnění detailních výsledků zkušebních vrtů. další možností, jak by mohli Poláci ještě lépe participovat na těžbě, by mohlo být zavedení státního monopolu na dopravu plynu, která by probíhala přes plynovody a terminály, vlastněné státními podniky.



Obr. 28 – vývoj ceny akcií PKN Orlen za posledních 5 let

zdroj: Gielda Papierów Wartościowych w Warszawie

Lockheed Martin

Lockheed Martin Corporation je světově významným výrobcem letecké a kosmické techniky. Kromě těchto dvou působí i v pokročilé elektronice a informačních technologiích (podílí se na provozu a vývoji navigačního systému GPS). Z jejich produktů je možné zmínit např. bojové letouny F-22 Raptor, F-16 Fighting Falcon a F-35 Lightning, přepravní letouny C130J Hercules. Vyrábí i bojové systémy pro lodě a ponorky a další válečné oblasti. Všechny její výrobky, vyjma velmi drahých strojů F-22 jsou široce požívané a nasazované nejen v rámci operací USA, ale také v mnoha zemích NATO.

Z tržní kapitalizace je v rámci amerického leteckého průmyslu trojkou, za firmami Boeing (který ale vyrábí hlavně civilní letadla a na vojenských zakázkách spíše participuje) a Honeywell. V kontextu trhu je Lockheed Martin velmi zajímavou firmou, kvůli dividendové politice – jeho dividendy jsou tradičně nejvyšší v odvětví, dividendy činí kolem 4 %. Nejvýznamnějším akcionářem je STATE STREET CORPORATION, která drží téměř 20 % akcií, druhým největším akcionářem jsou Capital World Investors s podílem 12,84 %.

Lockheed Martin Corporation (LMT) - NYSE

+ Add to Portfolio

Like 61

90.84 ↑ 0.50 (0.55%) Apr 20, 4:01PM EDT | After Hours: **90.90** ↑ 0.06 (0.07%) Apr 20, 4:42PM EDT

Obr. 29 – vývoj ceny akcií společnosti Lockheed Martin za posledních 5 let

zdroj: Yahoo Finance

Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc.

Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc. Se zabývá v hledání, těžbě a zpracování minerálních zdrojů. Primární oblastí jsou měď, zlato, molybden, kobalt a stříbro. Doly jsou diverzifikovány v různých částech světa, např. v Indonésii, Demokratické republice Kongo nebo Jižní a Severní Americe. K 31. 12. 2012 činí prokázané a potvrzené zásoby v dolech, které společnosti patří 120 miliard tun mědi, 34 milionů uncí zlata a 330 milionů tun stříbra. Společnost podle svých výročních zpráv má plány na těžbu až do roku 2040 s tím, že se jedná pouze o momentálně známé, potvrzené a těžitelné zdroje. Další rozšíření těžební činnosti je, vzhledem k zaměření firmy i na vyhledávání ložisek, přinejmenším pravděpodobné. Ve srovnání, které přináší server Yahoo Finance je Freeport jedničkou v odvětví z pohledu tržní kapitalizace, trojkou v pohledu PEG ratio. PEG ukazuje na nadhodnocení akcie, tohoto se také budou týkat investiční doporučení. Příjemný je naopak dividendový výnos, který je na hodnotě 3,3 % a je druhý nejvyšší v odvětví.

Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc. (FCX) - NYSE

Add to Portfolio

Like 173

37.57 ↓ **0.46 (1.21%)** Apr 20, 4:01PM EDT | After Hours: **37.57** 0.00 (0.00%) Apr 20, 7:55PM EDT

Enter name(s) or symbol(s)

GET CHART

COMPARE

EVENTS ▾

TECHNICAL INDICATORS ▾

CHART SETTINGS ▾

RESET

Week of Feb 13, 2012: FCX 43.04



Obr. 30 – vývoj ceny akcií společnosti Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc.

Zdroj: Yahoo Finance

Australský dolar

Měnu, jako australský dolar není třeba zásadně představovat, omezím se pouze na jeho vývoj k euru a odkáži na kapitulu, která se mu věnuje, na straně 82.

Titul - AUD/CZK

22.4.2012 15:00

■ Typical Price: 0,05



Obr. 31 – roční vývoj kurzu CZK/AUD

(Zdroj: Patria online)

13.2.2.6 Analýza vnitřní korelace portfolia

Pro potřeby posouzení schopnosti portfolia fungovat v tržním prostředí jsem provedl korelační analýzu. Určil jsem korelační koeficienty pro jednotlivé roky v období let 2007 až 2012 (u 2012 pouze pro první kvartál). Jejich průměrné hodnoty zachycuje *Tab. 7*. Pro potřeby analýzy jsem pracoval s hodnotami prvních diferencí, neboť mne až tak nezajímala cena, kterou jednotlivá aktiva nabývají, ale směr a síla jejich pohybu. V rámci korelační analýzy jsem proto porovnával procentní pohyby průměrných denních cen jednotlivých aktiv v portfoliu.

Tab. 7 – korelační koeficienty portfolia po letech

Rok	Korelační koeficient
2007	31,43%
2008	28,68%
2009	19,98%
2010	29,07%
2011	22,02%
2012	17,18%
2007-2012	25,20%

Vlastní zpracování

Jaká je korelace pohybů cen jednotlivých částí v roce 2012, ukazuje *Tab. 8*.

Tab. 8 – korelace v roce 2012

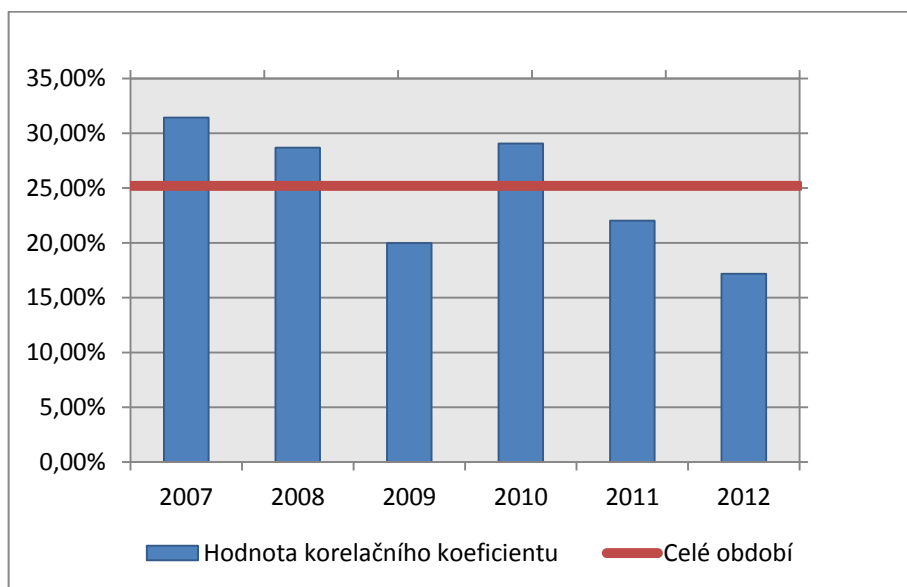
2012					
	Zlato	Orlen	AUD	Lockheed Martin	Freeport
Zlato	100,00%				
Orlen	19,64%	100,00%			
AUD	-3,40%	-20,60%	100,00%		
Lockheed Martin	32,11%	37,51%	-26,34%	100,00%	
Freeport	61,98%	30,12%	6,45%	34,36%	100,00%

Vlastní zpracování

Pro potřeby benchmarku jsem do porovnání vložil také hodnoty zlata. Nejsilněji je s ním korelována společnost, Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc., která zlato těží. Naopak nejméně je s ním svázán kurz AUDCZK. Průměrná hodnota korelace při zastoupení 1:1 je 17,18 %.

Akciové tituly jsou korelovány pozitivně a poměrně silně. Je to dáno hlavně velmi silným růstem v podstatě všech akciových titulů, které od začátku roku vidíme na všech burzách na světě, zejména té americké. Přestože mnoho analytiků (a já také) vidí čím dál silnější signály, že se blíží poměrně hluboká korekce, firmy v portfoliu by měly být, díky svému působení v důležitých oblastech, jako je vojenství, těžba surovin nebo energetický průmysl, schopny tuto korekci ustát s poměrně malými ztrátami. Firmy mají velké hodnoty vlastního kapitálu a přiměřené zadlužení, prostor k nové expanzi a hlavně jsou napojeny na stát, který je v době krize velmi dobrým zákazníkem, zvláště pokud má možnost, jak je tomu v případě Orlenu, získat v dividendách část svých peněz zpět.

Části portfolia jsou poměrně silně pozitivně korelované navzdory faktu, že jsou diverzifikované nejen teritoriálně, ale i politicky a komoditně. Důvodem je podle mého názoru hlavně fakt, že zprávy, které momentálně přicházejí, jsou natolik silné, že silně ovlivňují celý globální trh.



Obr. 32 – vývoj korelačního koeficientu portfolia

Zdroj: Vlastní zpracování

13.3 Pesimistický scénář

Pesimistický scénář je přípravou na mnoho velmi nepříjemných věcí. Za prvé dojde k masivnímu poklesu v podstatě všech akcií na trhu a hlavně k razantnímu poklesu životní úrovně veškerého obyvatelstva v euroamerické společnosti. Pesimistický scénář je pak přípravou na měnovou reformu, mohutné státní bankroty a dost možná i konfiskaci zlata,

minimálně v USA, neboť tam již byla jednou provedena, ve velmi podobné situaci, jakou bychom zažili při naplnění podmínek pesimistického scénáře.

13.3.1 Krátkodobý horizont

Krátkodobě by v ČR došlo k pádu bank, kterému by, kvůli faktu, že všechny velké banky jsou vlastněny zahraničním kapitálem, nebylo možné zabránit. V případě runu v západní Evropě by pojištění vkladů spíše podpořilo snahu mateřských bank o stažení kapitálu do domovských zemí. Vzhledem k předpokládanému krachu dolaru, by bylo zbytečné držet jakoukoliv měnu v částce větší, než pro zajištění základní směnné funkce pro každodenní použití. Dolar je, s velkou pravděpodobností, stáhne s sebou. Jako jedna z mála možností se nabízí držení aktiv, které nepodléhají inflačním, ani deflačním tlakům, které bude možné bez problémů směnit za cokoliv, co bude v té době nutné a hlavně něco, co si dlouhodobě je schopné udržet svou hodnotu a lze to jednoduše přenášet.

Mám na mysli zejména zlato a stříbro ve fyzické podobě. Zlato spíše ve větších částech, stříbro i v menších hmotnostech, aby bylo možné ho v případě nutnosti použít pro platby za zboží a služby, bez nichž se nikdo neobejde.

Krátkodobý scénář je spíše přípravou na problémy. Jako výhodné se v takové chvíli nabízí nakupování fyzického zlata a stříbra, popřípadě jiných drahých kamenů nebo kompletních sbírek uměleckých předmětů. Jako vhodná investice by se pak jevily polostátní firmy ve státech s nízkým zadlužením, které ovládají nějaký státem garantovaný monopol (např. telekomunikace, doprava a hlavně energetika), opět s velkým důrazem na to, že může dojít ke znárodnění.

Zejména energetika je však ohrožena stávajícími snahami Evropské unie zavést regulaci a podporu obnovitelných zdrojů. V případě zásadních problémů je otázka, nakolik by byla taková politika udržitelná a zda by nebyla úplně opuštěna. Takový krok by ale přinesl velké ztráty hlavně ve státech, které na rozvoj OZE přistoupily a jejich firmy investovaly do jejich většího rozšíření. Primární snahou vlád a hlavně lidí by bylo snížit náklady obyvatel na energie. Takový požadavek by vedl zcela určitě k omezení, pokud ne přímo k ukončení podpory získávání elektřiny z OZE.

13.3.2 Dlouhodobý horizont

Pokud by měla krize trvat delší dobu, následovaná větším válečným konfliktem nebo vygradovanou měnovou válkou, je zapotřebí opustit i myšlenku fyzického zlata a stříbra, jako

hlavního uchovatele hodnoty a spíše se soustředit na to, jak co nejlépe zajistit vlastní přežití krize. Jako optimální se mi jeví spíše investice do co nejlepšího zateplení vlastního domu, v případě, že je možné se přestěhovat a pořídit dům na takovém místě, aby umožnil co nejlepší samozásobitelství v ohledu potravin, neboť při pádu dodavatelských řetězců budou města ohrožena reálným nedostatkem jídla. I v tomto ohledu je však nutné sledovat riziko a velmi dobře ho vyhodnocovat. Je výhodné mít dům a hlavně půdu v oblasti, která je úrodná pro pěstování zemědělských plodin, chráněná před zásadními povětrnostními vlivy, jako jsou vichřice nebo povodně, pokud možno s dostupným zdrojem paliva a mírnou zimou a hlavně s dobrým spojením se světem.

Jídlo se může přechodně stát tzv. hard asset, které umožní dostatečnou likviditu a směnitelnost za cokoli jiného, pokud by bylo krátkodobě potřeba se uchýlit k barteru. Stejně tak je důležité zajistit si, v kombinaci se zateplením, i možnost topení, nezávislého na dodávkách elektřiny nebo si zajistit elektřinu vlastní, například pomocí solárních článků nebo jiného zdroje energie. Zajímavou se jeví i technologie tepelně pasivních domů, které umožňují, do jisté míry, vytápět dům teplem, vyzařovaného obyvateli domu. Tyto domy jsou však postavené na moderních technologiích, jako je rekuperace vzduchu, která nutně ke svému chodu potřebuje elektřinu. Je výzvou každého, kdo by se chystal na takovou investici, aby si postavil takové zařízení, které závislost na elektřině zvenku sníží na nezbytné minimum.

Posledním, ale ne nedůležitým momentem je schopnost nejen vytvořit si podmínky k přežití takového stavu světa, ale také možnost jeho ubránění a sdílení s dalšími lidmi. Je samozřejmé, že těžké zkoušky, které by takový stav přinesl, by zvýšil tlak na společnost a mohlo by dojít ke snaze některých skupin k přebírání moci tam, kde by slábnoucí centrální vlády nemohly efektivně zasáhnout. Důležitým momentem by proto bylo budování takové struktury místních obyvatel, které by takovému procesu zabránilo, nebo mu alespoň kladlo co největší možný odpor.

13.4 Investiční doporučení

Pro investora doporučuji portfolio dlouhodobého investičního scénáře, které nejen že je rozpracováno do největších detailů, ale hlavně odráží mou vizi toho, jak se budou trhy dále vyvíjet. Pro vstup do této pozice však není momentálně vhodná doba. Na základě analýzy politické situace v USA a nadcházejících voleb, předpokládám, že trhy nejpozději během dvou až tří měsíců projdou poměrně hlubokou korekcí, která by investorovi, který by

z netrpělivosti nebo omezeného investičního horizontu, vstoupil do pozice nyní, hned na začátku investičního období ubrala zásadně na ziscích a uvrhla ho do ztráty, kterou by sice pravděpodobně dohnal, neboť další vlny poskytování likvidity jsou takřka jisté, ale výnos z investice by nebyl zdaleka tak vysoký a podstoupil by i riziko, že momentálně jsou trhy na maximu, kam se, v případě jiných opatření na podporu ekonomiky, už nemusí vrátit.

Okamžik pro výstup z pozice je pro každou z částí portfolia jiný. U AUD je to období, kdy se začne Čína dostávat do problémů, myslím, že zrovna investice do Austrálie bude nejkratší. Na druhé straně investice do firem Lockheed Martin a PKN Orlen jsou jistotami, které mohou, vzhledem k zajímavému dividendovému výnosu u první a velkému růstovému potenciálu u druhé, být velmi zajímavou dlouhodobou investicí pro delší držení. Výkon společnosti Freeport bude záviset na tom, jak moc se bude dařit světové ekonomice a jak moc bude růst nebo naopak klesat cena zlata na světových trzích.

ZÁVĚR

Práce podala poměrně chmurný pohled na to, jak se mohou vyvíjet trhy a státy na celém světě. Případnou výtku v tomto ohledu přijímám se vztyčenou hlavou a odpovídám, že realistický pohled na svět je nutně zatížen jistou dávkou pesimismu, zejména tam, kde pro mnoho víry v lepší vývoj není úplně prostor.

Zvláště u pesimistického scénáře nejde ani tak o investiční doporučení, jako o úvahu nad tím, jaké jsou jiné, a podle mého velmi relevantní, možnosti investic, které budou velmi dobře schopné odolat jakémukoliv náporu na trhy a zajistí investorovi důstojnější život, než několik kilogramů zlata ve švýcarské bance. K realizaci tohoto řešení je však nutný i velký nepeněžní vklad – vzdání se velké části pohodlí, na které jsme ze svého městského života, který proniká i na venkov zvyklí. Samozřejmě, že tváří v tvář kolapsu světového obchodního systému je taková úvaha velmi jednoduchá a řešení, pokud je jenom trochu možné, učiní každý velmi rychle. Ale i tak by to byla zásadní změna pro 90 % lidí.

Na druhé straně optimistický scénář je spíše zbožným přáním valné většiny lidí. Je jasné, že většina populace na fenomenálním růstu akciových trhů v USA nic nezískala. Racionalizace společnosti by byla opět odložena a na světě by se objevil nový hegemon – Čína. Celý svět by musel přistoupit na novou kulturu, která je sice stará zhruba 6 000 let, ale je nám velmi vzdálená a je, oproti té naší, nepoměrně disciplinovanější a stojí všeobecně na úplně jiných základech.

Na závěr děkuji každému, kdo dočetl tuto práci až sem. Snažil jsem se o co nejobektivnější, ale také o co nejpoutavější formu, občas odlehčenou mírně ironickou glosou. Pevně věřím, že navzdory faktu, že jsou v práci obsaženy myšlenky člověka, starého pouze čtvrt století, bude pro mnohé námětem k přemýšlení, ale i k vlastní analytické práci, neboť bez pečlivého zkoumání a pochybování o všem kolem nás jsme bezbranní.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

1. BERNSTEIN, Peter L. *Dějiny zlata*. Praha: Grada Publishing, c2004, 384 s. ISBN 80-247-0455-2.
2. CÍLEK, Václav. *Jak to vidí - Václav Cílek*. 1. vyd. Editor Viktor Bezdíček. Praha: Radioservis ve spolupráci s Českým rozhlasem, 2010, 123 s. ISBN 978-808-6212-845.
3. CLARK, Josh. *How much actual money is there in the world?*. In: How Stuff Work [online]. 2009 [cit. 2012-04-21]. Dostupné z:
<http://money.howstuffworks.com/how-much-money-is-in-the-world.htm>
4. CNG. RWE: Energy to Lead [online]. 2007 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z:
<http://www.rwe.cz/cs/plynoprojekt/plynoprojekt-cng/>
5. DITTRICK, Paula. *UNCONVENTIONAL OIL & GAS FOCUS: Poland shale gas could change European supply mix*. Oil & Gas Journal: International Petroleum News and Technology [online]. 11.7.2011 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z:
<http://www.ogj.com/articles/print/volume-109/issue-45/general-interest/unconventional-oil-gas-focus-poland-p1.html>
6. Dluhová služba. Česká Národní Banka [online]. 28.3.2012 [cit. 2012-04-21]. Dostupné z:
http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/dluhova_sluzba/index.html
7. ECKERT, Daniel a Holger ZSCHÄPITZ. *Fed-Chef Bernanke schiebt nächste Geldwelle an*. Welt Online [online]. 26.3.2012 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z:
<http://www.welt.de/finanzen/article13947688/Fed-Chef-Bernanke-schiebt-naechste-Geldwelle-an.html>
8. ELAM, Yohay. *Greek PSI Participation Rate: 85.8%, CACs to be Used, EUR/USD Slides*. In: Forex Crunch: Trade Forex responsibly [online]. 9.3.2012 [cit. 2012-04-21]. Dostupné z: <http://www.forexcrunch.com/greek-psi-participation-rate-85-5-eurusd-slides/>
9. FRIEDMAN, George. *The next 100 years: a forecast for the 21st century*. 1st Anchor Books ed. New York: Anchor Books, 2010. ISBN 978-076-7923-057.
10. *Government Affairs*. World Gold Council [online]. 2012 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: https://www.gold.org/government_affairs/gold_reserves/
11. GURT, Marat. *Gas field growth fuels Turkmen energy ambitions*. In: Reuters [online]. UPDATE 2. Oct 11, 2011 11:58am EDT [cit. 2012-02-26]. Dostupné z:

- <http://www.reuters.com/article/2011/10/11/gas-turkmenistan-idUSL5E7LB1VY20111011>
12. *HISTORICAL GOLD PRICES- 1833 to Present*. In: National Mining Association [online]. 18.1.2012 [cit. 2012-04-21]. Dostupné z: http://www.nma.org/pdf/gold/his_gold_prices.pdf
 13. *Historical Ratio In between Gold and Silver Charges*. Gold Prices: Gold prices news and products [online]. 9.3.2012 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.goldprices-en.com/gold-prices-articles-tips/historical-ratio-in-between-gold-and-silver-charges/#>
 14. *History of Japan's housing bubble. Bay Area Housing Bubble* [online]. 30.1.2006 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://bayarearealestatebubble.blogspot.com/2006/01/history-of-japans-housing-bubble.html><http://bayarearealestatebubble.blogspot.com/2006/01/history-of-japans-housing-bubble.html>
 15. HOUSER, Pavel. *Zlaté mince ve středověku – mezi obchodem a prestiží*. Science World [online]. 17. 1. 2007 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://scienceworld.cz/ekonomika/zlate-mince-ve-stredoveku-mezi-obchodem-a-prestizi-1154>
 16. *China age distribution*. NationMaster [online]. 5. 10. 2009 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: http://www.nationmaster.com/country/ch/Age_distribution
 17. CHOVANEC, Patrick. *China's Real Estate Bubble May Have Just Popped: A Host of Factors Are Set to Undermine the Country's Economic Growth*. Foreign Affairs [online]. 18. 12. 2011 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.foreignaffairs.com/articles/136963/patrick-chovanec/chinas-real-estate-bubble-may-have-just-popped>
 18. *Informace o materiálech, které předkládá Ministerstvo financí na jednání vlády. Ministerstvo financí ČR* [online]. 18.4.2012 [cit. 2012-04-21]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/podklady_pro_jednani_vlady_69589.html
 19. INFORMATION AND EXTERNAL RELATIONS DIVISION OF UNFPA, *United Nations Population Fund. State of World Population 2011: people and possibilities in a world of 7 billion*. New York: United Nations Publication Fund. ISBN 978-089-7149-907.

20. JÁNSKÝ, Petr. *Sedm miliard*. In: Petr Janský: *Ekonomie, výzkum a hospodářská politika* [online]. 31.10.2011 [cit. 2012-04-21]. Dostupné z: <http://petrjansky.cz/2011/10/31/sedm-miliard/>
21. KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 6., přeprac. vyd. Praha: Grada, 2010, 292 s. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-3315-9.
22. KRÁL, Miloš. *Mezinárodní Finance*. Žilina: GEORG, 2010. ISBN 978-80-89401-08-6.
23. Lawrence H. Officer and Samuel H. Williamson, "*The Price of Gold, 1257-2011*," *MeasuringWorth*, 2011, URL: <http://www.measuringworth.com/gold/>
24. *Natural Gas Price in Germany*. Mongabay [online]. 2012 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.mongabay.com/commodities/price-charts/price-of-russian-natural-gas-in-germany.html>
25. *O tříleté úvěry požádalo v druhé vlně LTRO 800 bank, ECB jim půjčí 530 miliard eur*. Patria.cz [online]. 29.2.2012 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2019053/o-trilete-uvery-zazadalo-v-druhe-vlne-ltro-800-bank-ecb-jim-pujci-530-miliard-eur.html>
26. *Oil - consumption*. IndexMundi [online]. 2011 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.indexmundi.com/g/r.aspx?c=us&v=91>
27. PEDEN, Joseph. *Inflace v římské říši*. Neviditelný pes [online]. 6. května 2009 [cit. 2012-03-14]. Dostupné z: http://neviditelnypes.lidovky.cz/ekonomie-inflace-v-rimske-risi-de5-/p_ekonomika.asp?c=A090505_170230_p_ekonomika_wag
28. RICKARDS, James. *Currency wars: the making of the next global crisis*. New York: Portfolio/Penguin, 2011, 288 s. ISBN 15-918-4449-5.
29. ROGERS, Jim. *Žhavé komodity: jak může kdokoliv investovat se ziskem na světových trzích*. 1. vyd. Praha: Grada, 2008, 240 s. ISBN 9788024723426.
30. SCHWARTZ, Brian T. *Men's suits at 1910 prices!: In gold, not U.S. dollars*. In: Brian T. Schwartz: *Life, liberty, & the pursuit of happiness* [online]. 20.12.2010 [cit. 2012-04-21]. Dostupné z: <http://wakalix.wordpress.com/2010/12/20/mens-suit-gold-price-inflation-dollar/>
31. STAMM, Luzi. *Swiss initiative*. Scribd. [online]. 20.9.2011 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.scribd.com/doc/84386180/Swiss-Initiative>

32. *Statistics and balances*. International Energy Association [online]. 2012 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.iea.org/stats/index.asp> Dokument: <http://omrpublic.iea.org/omrarchive/13dec11tab.pdf>
33. *Šéf PKN Orlen: Břidlicová ložiska vykazují velké zásoby plynu. Investice znásobíme*. Patria.cz [online]. 3.4.2012 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2039974/sef-pkn-orgen-bridlicova-loziska-vykazuji-bohate-zasoby-plynu-investice-znasobime-komentar-kbc.html>
34. *The Demographics of Race and Ethnicity in Texas 1990 and 2000*. Texas Politics [online]. 2009 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: http://www.laits.utexas.edu/txp_media/html/part/features/0703_01/ethnic.html
35. *The Final Final Greek PSI Decision Tree*. In: DURDEN, Tyler. Zero Hedge [online]. 27.2.2012 [cit. 2012-04-21]. Dostupné z: <http://www.zerohedge.com/news/final-final-greek-psi-decision-tree>
36. *The Gold Confiscation Of April 5, 1933*. The Privateer gold pages [online]. 2010 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.the-privateer.com/1933-gold-confiscation.html>
37. *Top 20 Best-Selling Cars In America - March 2011*. GOOD CAR BAD CAR: Auto Review, Analysis, Stats And Opinion [online]. 4.1.2011 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.goodcarbadcar.net/2011/04/top-20-best-selling-cars-in-america.html>
38. *U.S. Natural Gas Withdrawals*. U. S. Energy Information Administration [online]. 2012 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.eia.gov/dnav/ng/hist/n9010us2M.htm>
39. *Unemployment statistics*. Eurostat [online]. 2012 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Unemployment_statistics
40. *Unipetrol byl loni 5,9 miliardy v minusu*. ČT24 [online]. 29.3.2012 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/170114-unipetrol-byl-loni-5-9-miliardy-v-minusu/>
41. URBAN, Patrik. *Kvantitativní uvolňování*. FXStreet [online]. 25.10.2010 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.fxstreet.cz/kvantitativni-uvolnovani.html>
42. VON MISES, Ludwig. *Lidské jednání: pojednání o ekonomii*. Praha: Liberální institut, 2006, 959 s. ISBN 80-863-8945-6.

43. ZHANG, Yuhan a Lin SHI. *Low-consumption China needs serious reforms*. In: East Asia Forum: Economics, Politics and Public Policy in East Asia and the Pacific [online]. 22.11.2011 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.eastasiaforum.org/2011/11/22/low-consumption-china-needs-serious-reforms/>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

CDO	Collateralized Debt Obligation
CMO	Collateralized Mortgage Obligation
IMF	International Monetary Fund (Mezinárodní měnový fond)
LTRO	Long Term Refinancing Operation
OZE	Obnovitelné zdroje energie
PBC	Public Bank of China
PSI	Private sector involvement
QE	Quantitative Easing
SNB	Swiss National Bank
SWF	Suvereign Wealth Fund

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obr. 1 – struktura dluhu Řecka podle států</i>	25
<i>Obr. 2 – struktura dluhu Řecka podle typu dluhu</i>	26
<i>Obr. 3 – rozhodovací strom řecké CAC</i>	28
<i>Obr. 4 – vývoj ceny zlata a stříbra od ledna roku 2011</i>	31
<i>Obr. 5 – vývoj poměru ceny zlata k ceně stříbra za posledních 5 let</i>	32
<i>Obr. 6 – vývoj poměru ceny zlata a stříbra za 12 měsíců</i>	33
<i>Obr. 7 – intraweek rozdíly zavíracích cen zlata</i>	34
<i>Obr. 8 – vývoj a predikce objemu M3 v ekonomice USA a globální ekonomice</i>	36
<i>Obr. 9 – Průměrná roční cena zlata od roku 1850 do současnosti</i>	41
<i>Obr. 10 – vývoj indexu S&P v průběhu QE</i>	45
<i>Obr. 11 – roční vývoj výnosů na desetiletém státním dluhopisu Itálie (zdroj: Bloomberg)</i>	47
<i>Obr. 12 – vývoj bilanční sumy FEDu</i>	49
<i>Obr. 13 – vývoj bilanční sumy ECB</i>	50
<i>Obr. 14 – bilanční suma SNB</i>	51
<i>Obr. 15 – výnos 10letého dluhopisu Portugalska</i>	54
<i>Obr. 16 – výnos 10letého dluhopisu Španělska</i>	55
<i>Obr. 17 – zastoupení Hispánců v populaci Texasu</i>	60
<i>Obr. 18 – graf vývoje salda platební bilance a nominálního HDP Číny (zdroj: Světová banka, vlastní zpracování)</i>	62
<i>Obr. 19 – struktura růstu HDP Číny</i>	63
<i>Obr. 20 – věková skladba Číny v roce 2010</i>	64
<i>Obr. 21 – Ceny ropy 2004 – 2012</i>	66
<i>Obr. 22 – ceny pšenice 2004 – 2012</i>	67
<i>Obr. 23 – graf vývoje cen plynu v Evropě a USA za posledních 10 let</i>	69
<i>Obr. 24 – ceny plynu a objem těžby zemního plynu</i>	69
<i>Obr. 25 – struktura získávání a nakládání s ropou v Austrálii v letech 2008 – 2009</i>	83
<i>Obr. 26 – graf vývoje změn základní úrokové sazby v Austrálii</i>	84
<i>Obr. 27 – mapa rozložení polského plynu</i>	87
<i>Obr. 28 – vývoj ceny akcií PKN Orlen za posledních 5 let</i>	88
<i>Obr. 29 – vývoj ceny akcií společnosti Lockheed Martin za posledních 5 let</i>	89
<i>Obr. 30 – Vývoj ceny akcií společnosti Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc.</i>	90

<i>Obr. 31 – roční vývoj kurzu CZK/AUD</i>	<i>90</i>
<i>Obr. 32 – vývoj korelačního koeficientu portfolia</i>	<i>92</i>

SEZNAM TABULEK

<i>Tab. 1 – korelační koeficient ceny zlata a stříbra na světových trzích.....</i>	<i>31</i>
<i>Tab. 2 – hodnota korelačního koeficientu pro závislost EUR/USD na Au/Ag</i>	<i>32</i>
<i>Tab. 3 – přepočítání ceny zlata na současný objem peněžního agregátu</i>	<i>37</i>
<i>Tab. 4 – srovnání výhřevnosti paliv.....</i>	<i>67</i>
<i>Tab. 5 – kalkulace energetické výtěžnosti.....</i>	<i>68</i>
<i>Tab. 6 – seznam evropských zemí s největší spotřebou ropy (vlastní zpracování)</i>	<i>81</i>
<i>Tab. 7 – korelační koeficienty portfolia po letech</i>	<i>91</i>
<i>Tab. 8 – korelace v roce 2012.....</i>	<i>91</i>