

Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta financí a účetnictví
Katedra bankovníctví a pojišťovnictví
Studijní obor: Bankovníctví a pojišťovnictví



Zlato a jeho vliv na současný svět

Autor bakalářské práce: Ngoc Han Nguyen
Vedoucí bakalářské práce: Ing. Jakub Cibulka
Rok obhajoby: 2017

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že bakalářskou práci na téma „Zlato a jeho vliv na současný svět“ jsem vypracovala samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označila a uvedla v přiloženém seznamu.

V Praze dne 4. června 2017

Poděkování

Velice ráda bych touto cestou poděkovala vedoucímu své bakalářské práce Ing. Jakubovi Cibulkovi za vstřícný přístup, trpělivost, čas a výraznou pomoc při zpracování bakalářské práce.

Abstrakt

Tato bakalářská práce se zabývá tématem zlata. Jejím cílem je pochopení funkce a významu zlata v moderním světě a analýza hlavních faktorů ovlivňující jeho cenu. Zkoumá obchodování se zlatem, zlaté rezervy a jak s nimi vynakládají centrální banky. Dále se zabývá zlatým standardem a Brettonwoodským měnovým systémem. Práce analyzuje, jak nabídka, poptávka, různé měny, měnová politika a další faktory, ovlivňují cenu zlata. Mezi některými faktory ovlivňující cenu zlata je provedena korelační analýza.

Klíčová slova: zlato, zlatý standard, vývoj ceny zlata, faktory ovlivňující zlato

Abstract

The bachelor thesis deals with the topic of gold. The goal is to understand the function and significance of gold in the modern world and analyse main factors influencing gold prices. The thesis explores gold trading, gold reserves and how central banks deal with these reserves. It also discusses gold standard and the Bretton Woods system. The thesis analyses how demand, supply, currencies, monetary policy and other factors influence the price of gold. Between some factors the correlation analysis is conducted.

Key words: gold, gold standard, development of gold prices, factors influencing gold price

Obsah

Úvod	6
1 Historie zlata a jeho funkce v moderním světě	8
1.1 Investiční zlato a obchodování se zlatými instrumenty	9
1.1.1. Přímá forma investic	10
1.1.2. Nepřímá forma investic	11
1.2 Zlato a centrální banky	14
1.1.3. Washingtonská dohoda o zlatě	16
1.1.4. Situace po roce 2009	17
2 Zlatý standard	20
2.1 Čistý zlatý standard	20
2.2 Standard zlatého slitku	21
2.3 Standard zlaté rezervy	21
2.4 Standard zlaté devizy	21
2.5 Standard zlaté měny	22
2.6 Brettonwoodský měnový systém	23
3 Faktory ovlivňující cenu zlata	25
3.1 Vývoj ceny zlata	25
3.2 Analýza faktorů cen zlata	27
3.2.1. Nabídka	27
3.2.2. Poptávka	27
3.2.3. Měny	28
3.2.4. Makroekonomické faktory	30
3.2.5. Další faktory (třídy aktiv)	32
3.2.6. Měnová politika centrálních bank	33
3.2.7. Krize, geopolitické napětí	34
Závěr	35
Seznam použité literatury	38
Seznam obrázků a tabulek	39

Úvod

Zlato od pradávna plnilo funkci prostředku směny. Ve 14. a 15. století se již zlato využívalo v mezinárodním obchodě. Později se uplatnilo i v systémech devizového kurzu. Od roku 1971, kdy došlo k završení procesu demonetizace zlata, pozbylo zlato na významu a své funkci, dodnes však představuje zlato bohatství, je předmětem investování, součástí devizových rezerv, výrobní surovinou (ve šperkařství, technologickém a kosmickém průmyslu) nebo se užívá například ještě ve stomatologii.

Historicky se zlato využívalo také v měnovém systému. O „čistém“ zlatém standardu (standardu zlaté mince) hovoříme, pokud uvažujeme o penězích v podobě zlatých i stříbrných mincí, tzn. vůbec neuvažujeme papírové peníze a hotovost. Mezi další formy zlatého standardu patří standard zlatého slitku, standard zlaté rezervy, standard zlaté devizy a standard zlaté měny.

Největšími světovými producenty zlata jsou Čína, Austrálie, Rusko, USA, Peru a Jižní Afrika. Asi pětinu veškerých vytěžených zásob světového zlata drží centrální banky ve svých zlatých rezervách. Na rozdíl od jiných instrumentů, např. dluhopisů centrálních vlád, se s držbou zlata pojí vysoké náklady na jejich správu či uskladnění. Proto centrální banky preferují držbu dluhopisů centrální vlády, jenž přináší mimo jiné i pravidelné výnosy. Obchodování centrálních bank se zlatem (prodeje a půjčky) neovlivňuje cenu zlata v dlouhém období, jelikož jsou jejich prodeje a půjčky oproti trhu velice nízké.

Jako většina komodit, základní principy nabídky a poptávky hrají vysokou roli při determinování ceny zlata. Poptávka po zlatě má mnohem vyšší dopad na cenu zlata než nabídka. Když se zájem po zlatě zvýší, totéž se stane s cenou. Jediným faktorem tedy, co by významně snižoval cenu zlata je snížení poptávky. Zlato je využíváno jako standard hodnoty pro měny po celém světě. Cena zlata se stanovuje v hodnotě měny, často v amerických dolarech, a může fluktuovat s tržními podmínkami.

Běžným důvodem pro držbu zlata je zajištění se proti inflaci a oslabení měny. Hodnoty měny fluktuují, ale hodnota zlata je často více stabilní v dlouhém období. Jelikož zlato drží svoji hodnotu mimo politiku, často se považuje za solidní investici při nejisté budoucnosti měn. Investorům může být doporučováno nakoupit zlato, když věří, že hodnota papírových peněz poklesne. Zlato sloužilo jako uchovatel hodnoty už přes generace. Je považováno za

ochranu proti inflaci, což znamená, když ceny rostou, investoři mohou uložit peníze ve zlatě.

Cílem této bakalářské práce je pochopení funkce a významu zlata v moderním světě a analýza hlavních faktorů ovlivňující jeho cenu.

V první kapitole se stručně podíváme na historii zlata a podrobněji si rozebereme jeho funkce a využití. Popíšeme si podrobněji obchodování se zlatem a jednotlivé investiční instrumenty – zlaté mince, zlaté cihly, zlaté certifikáty, zlaté účty, forwardy, futures a opce. Budeme se věnovat také akciím zlatých dolů, zlatým dluhopisům. Dále se podíváme na zlaté rezervy držené centrálními bankami. V druhé kapitole si rozebereme čistý zlatý standard a jeho další formy – standard zlatého slitku, standard zlaté rezervy, standard zlaté devizy a standard zlaté měny. Dále si popíšeme Brettonwoodský měnový systém jako příklad systému modifikovaného zlatého standardu. Třetí kapitola je analytická. Zanalyzujeme si vývoj ceny zlata, rozebereme jednotlivé faktory ovlivňující cenu zlata – nabídku, poptávku, měny, makroekonomické faktory a další. Korelace mezi cenou zlata a některými faktory zkalkulujeme prostřednictvím programu Microsoft Excel. V závěru práce shrneme hlavní poznatky z analýzy daného tématu.

1 Historie zlata a jeho funkce v moderním světě¹

Zlato plnilo funkci prostředku směny již od 7. století před naším letopočtem. Ačkoliv na počátku představovalo zlato jednu z alternativ směňování, postupem času však tento druh směny nabyl na popularitě a zlato získalo dominantní postavení. Ve 14. a 15. století se již zlato využívalo v mezinárodním obchodě. V 18. století jako jedna z prvních zemí přešla Anglie na zlatý standard, zatímco jiné země zůstaly u stříbrného nebo bimetalického standardu a vyhlásily směnitelnost. Až později v 19. století zbytek světa přešel na zlatý standard a zároveň v tomto období začala demonetizace zlata. Spojené státy americké od roku 1834 fixovaly cenu zlata na 20,67 USD/trojskou unci až do roku 1933. V průběhu napoleonských válek a první světové války byla směnitelnost omezena. V roce 1971 s pádem Brettonwoodského měnového systému (podrobněji v jiné podkapitole) došlo k završení procesu demonetizace zlata, kdy byla zrušena vnější omezená směnitelnost za zlato, ale pouze pro centrální banky (tzv. standard dolarové devizy). Od té doby zlato pozbylo na významu a své funkci, dodnes však představuje zlato bohatství, je předmětem investování, součástí devizových rezerv a výrobní surovinou.

Ze všech vytěžených minerálů ze Země není žádný užitečnější než zlato. Jeho užitek spočívá v různých vlastnostech tohoto drahého kovu. Zlato je vodivé, nekoroduje, lehce se opracovává, dá se smísit s jinými kovy, je kujné a tažné a krásně se leskne. Využívá se ve šperkařství již tisíce let a má dlouhou tradici. Se zlatem se také obchoduje, což je podrobněji popsáno v podkapitole o investičním zlatě. Zlato se využívá též v elektronickém, technologickém a počítačovém průmyslu. Dále se s ním setkáme ve stomatologii a lékařství. Zlato má dále využití v leteckém a kosmickém průmyslu a ve sklářství. Užitek zlata ve zmíněných odvětvích tvoří poptávku po zlatě, což je jedním z faktorů ovlivňující cenu zlata (podrobněji v 3. kapitole). Zlato se v historii využívalo k zajištění zlatého standardu, o tom dále v podkapitole. (King, 2017)

Největším producentem zlata je Čína, přibližně 14 % světové produkce v roce 2015. V průměru se v posledních 10 letech za rok vytěží 4000 tun. Z toho přibližně 34 % je recyklované zlato.

¹ Tato kapitola čerpá především z (Jílek, 2013) a (Veselá, 2011).

Tab. 1 Produkce zlata (2015)

Pořadí	Oblast	Množství (tuny)
1	Čína	460,3
2	Austrálie	273,8
3	Rusko	268,5
4	USA	214
5	Peru	170,5
6	Jižní Afrika	167,5
7	Kanada	157,2
8	Mexiko	133,2
9	Indonésie	113
10	Brazílie	95
11	Ghana	94,7
12	Uzbekistán	85,5
13	Kazachstán	63,7
14	Argentina	63,5
15	Papua Nová Guinea	58,4

Zdroj: World Gold Council, www.gold.org, vlastní zpracování

1.1 Investiční zlato a obchodování se zlatými instrumenty

Zlato jako investice je považováno za bezpečný přístav, jelikož jeho kupní síla je v dlouhém období stabilní. V obdobích politických konfliktů a nejistot je zlato jistotou. Zlato tedy bylo dobrou investicí v obdobích klesajícího dolaru, jako byla 70. léta minulého století, protože hodnoty finančních aktiv byla snižována vysokou inflací. Daří-li se hospodářskému prostředí, zlato pak nemusí být dobrou investicí v důsledku stability kupní síly zlata. Cena zlata vyčíslená v dolarech roste, pokud poklesne důvěra na trhu v hodnotu dolaru.

Trh se zlatem je relativně likvidní. Centra obchodu se zlatem se nachází v Londýně, New Yorku, Curychu, Tokiu, Sydney, Hongkongu a na mnoha dalších místech. Díky elektronizaci obchodování probíhá nepřetržitě téměř 24 hodin denně. Historicky je klíčovým trhem se zlatem Londýn. Průměrný roční obrat na londýnském trhu (London bullion market) činil v roce 2016 přibližně 7318 tun. (LBMA, 2017)

Zlato, s kterým se obchoduje se nazývá **investiční zlato** (*investment gold*). Investičním zlatem jsou uzanční **slitky** (slangově cihly, *bars*). Investičním zlatem se však nerozumí šperky ani umělecké předměty vyrobené ze zlata ani zlato užívané stomatology či v průmyslu. Jsou dvě formy investic do zlatých instrumentů – **přímá** (fyzická) a **nepřímá** (nehmotná). Investice do zlatých cihel nebo mincí považujeme za přímou formu investice. Nepřímá forma má podobu papírového zlata, akcií zlatých dolů, zlatých dluhopisů či instrumentů zlatých fondů.

Pohyby ceny zlata na trhu ovlivňují výnosy z obou forem investic. Tradiční hmotnostní jednotkou na trzích zlata (ale i ostatních drahých kovů) je trojská unce (31,1035 gramu). Název pochází z francouzského města Troyes, kde se tato jednotka používala již v období středověku.

1.1.1. Přímá forma investic

V mezinárodním obchodu se obchodují **slitky** o hmotnosti 400 trojských uncí (přibližně 12,5 kg). Většinou jsou vysoce ryzí - 995 (99,5% ryzost) či 999,9 (99,99% ryzost).

Jednou z forem přímého investování do zlatých instrumentů je investování do **zlatých mincí**. Obchody s mincemi zprostředkovávají banky, brokerské firmy, specializované firmy nebo klenotníci. Existují dva odlišné druhy zlatých mincí, a to **tezaurační** a **numizmatické**. O tezaurační mince se zajímají především tezauranté a investoři. Tyto mince postrádají uměleckou i historickou hodnotu, jejich hodnota závisí na ceně zlata na trhu a na objemu zlata, který je obsažen v mincích. Mezi nejznámějšími tezauračními zlatými mincemi lze jmenovat jihoafrický Krügerrand, kanadský Maple Leaf, britský New Sovereign, americký Gold Eagle, australský Kangaroo Nugget a čínská Panda. Na rozdíl od tezauračních mincí numizmatické mince nesou značnou uměleckou, historickou i sběratelskou hodnotu. Jejich cena dosahuje sto-až tisícnásobek hodnoty zlatého obsahu mince, zlatý obsah mince sám o sobě nemá vliv na cenu mince. Numizmatické mince tvoří přibližně 20 % všech zlatých mincí. Zástupci numizmatických mincí jsou britský Sovereign, ruský Dukát, český Florén, francouzský Napoleon či švýcarská Helvetia.

Dle tradice se cena zlata v Londýně od 12. září 1919 (přerušené druhou světovou válkou) určí vždy dvakrát denně (v 10:30 a v 15:00) pět členů Londýnského zlatého fondu (HSBC Bank USA, Société Générale, Deutsche Bank, The Bank of Nova Scotia-Scotia Mocatta a

Barclays Bank v domě bankovní společnosti N. M. Rothschild & Sons Ltd. Od roku 1968 jsou kotace v dolarech. Stanovená cena slouží jako referenční hodnota pro ostatní trhy na světě. V roce 2004 členství N M Rothschild & Sons Ltd. přešlo na Barclays Bank. Společnost N M Rotschild & Sons Ltd. byla členem-předsedou od r. 1919.

„Investování do zlatých cihel má dlouholetou tradici. Nejvýznamnější trhy, kde se obchoduje se zlatými cihlami lze nalézt v Londýně, Curychu, New Yorku, Hongkongu, Singapuru, Tokiu, Dubaji, Paříži, Lucemburku, Frankfurtu a Bruselu.“ (Veselá, 2011, s. 298)

Na trhu zlatých cihel se uzavírají obchody promptně nebo termínově. Při promptních obchodech se nakupují nebo prodávají zlaté cihly fyzicky s dobou dodání do dvou pracovních dnů. Nakoupené zlaté cihly může investor převzít fyzicky nebo je deponovat v bance, přičemž mu bude vystaven certifikát o jejich vlastnictví. Při nákupu a držbě zlatých cihel je třeba počítat s dalšími náklady jako například náklady na jejich uskladnění a pojištění. Tyto náklady ročně tvoří v průměru 2-3% hodnoty cihly. Jako další příklad lze jmenovat náklady na ověření kvality kovu při prodeji (tzv. *assaying*). Pro cihly s kterými se obchoduje na promptních trzích není daná jednotná velikost. Pro odlišení rozměrů těchto cihel, jsou tyto cihly označovány Bar. Například dle požadavků drobných investorů byly zavedeny několik málo gramů vážící *Tola bars* nebo *Ten tola bars* cihly.

1.1.2. Nepřímá forma investic

Nyní si popíšeme investice v nepřímé formě. Patří sem obchodování se **zlatými certifikáty**, kde se zlatem nedochází k fyzické manipulaci, tj. jednodušší.

Další nepřímou formou obchodování se zlatem probíhá prostřednictvím **zlatých účtů, forwardů, futures a opcí**.

Zlato, podobně jako měna, má svou „výnosovou křivku“, kterou lze najít pod výnosovou křivkou amerického dolaru. Jelikož v 90. letech minulého století cena zlata klesala, pohybovaly se náklady přenosu (*cost of carry*) pod úrokovou mírou. Těžební společnosti toho využily tak, že si zlato vypůjčovaly, prodaly je na spotovém trhu a nabytými peněžními prostředky mohly financovat jak své těžební projekty, tak i zajistit prodej budoucí produkce zlata.

Pokud za jinak stejných okolností poklesne důvěra v dolar, dolar oslabí vůči ostatním měnám i vůči zlatu. Na měnovém trhu **se cena zlata pohybuje inverzně vůči hodnotě dolaru**. Tento vztah není dokonalý, přesto statistické údaje nesčetněkrát potvrdily praxi souběžné spekulace na pokles dolaru a na růst ceny zlata nebo naopak spekulace na růst dolaru a na pokles ceny zlata. V 70. letech se často lidé často domnívali, že dolar dodává zlatu na hodnotě. Z tohoto důvodu někteří tehdejší členové amerického Kongresu prosazovali devalvace dolaru s nadějí poklesu ceny zlata. Jejich představy se však nenaplnili, nastal pravý opak. Korelace mezi cenou zlata a hodnotou dolaru je totiž záporná, nikoli kladná.

Termínované obchody probíhají na neorganizovaných OTC trzích za účasti producentů a zpracovatelů zlata, dealerů a centrální banky. Je několik způsobů, jak uzavřít zlatý swap, tradičně se uzavírá při kombinaci promptního a termínovaného obchodu. Takový obchod probíhá tak, že subjekt A prodá subjektu B zlaté cihly za určitou hotovost. Zároveň je dohodnutý zpětný odkup těchto zlatých cihel v budoucnosti za předem stanovenou cenu. Dalšími variantami zlatých swapů jsou **kvalitativní zlaté swapy** a **skladové zlatové swapy**. Jak jejich jména napovídají, při kvalitativních zlatých swapech dochází ke swapu zlata různé ryzosti a při skladových zlatých swapech ke swapu zlata, která jsou uložena na různých místech a tím pádem je touha snížit jejich dopravní a pojistné náklady na minimum. Od roku 1982 se financovaly těžby nového zlata také **zlatými půjčkami**. Dělávalo se to tak, že si těžářské firmy vypůjčily zlato, které poté prodaly a ze zisku z jejich prodeje pak financovaly těžbu. Vytěženým novým zlatem pak půjčku splácely.

Dalším ze způsobů, jak se zajistit vůči poklesu ceny zlata je **forwardový prodej**. Při něm těžářské společnosti několik let předem prodávají dosud nevytěžené zlato. Prodej provádějí specializované, tzv. bullion banky. Tyto banky si vypůjčí (zejména od centrálních bank) tolik zlata, kolik plánují těžářské společnosti prodat a prodá ho na promptním trhu. Zisk z tohoto prodeje se uloží na peněžním trhu. Těžařská společnost pak později vrátí vytěžené zlato i s úroky zpět centrální bance. Těžařské společnosti tak nakonec zbydou finanční prostředky navýšené o úroky z peněžního trhu snížené o úroky placené centrální bance za půjčené zlato a o provizi bullion bance, která obchod zprostředkovala.

Investice do **zlatých opcí, warrantů a futures** (tedy opcí, warrantů a futures na zlato) uskutečňované na komoditních burzách (v New Yorku, Winnipegu, Chicagu, Tokiu a Sao

Paulu) jsou nepřímou formou investování do zlata a společně spadají do investice nazývané jako investice do **papírového zlata**. Kolem 97 % kontraktů se fyzicky neplní, neboť opačné pozice uzavírají otevřené pozice kontraktů ještě před splatností. Hlavním důvodem, proč investoři investují do papírového zlata je spekulace nebo hedging.

Nepřímou formou investování do zlata je i investice do **akcií zlatých dolů**. Cenu akcií zlatých dolů významně determinuje vývoj ceny zlata. Výnosy z akcií zlatých dolů nejsou proto v korelaci s výnosy běžných akcií. Na pohyb cen akcií zlatých dolů působí pákový efekt, jenž přispívá k jejich volatilitě. Pod vlivem působení pákového efektu se jakákoliv jednocentní změna projeví několikanásobnou vyšší změnou ceny akcie zlatého dolu stejným směrem. Dalšími faktory ovlivňující cenu akcií zlatých dolů jsou náklady na těžbu zlata, politická a ekonomická situace v zemi těžby, kvalita vytěženého zlata, náklady na pracovní sílu a další.

Dalším typem nepřímé formy investice do zlata jsou **zlaté dluhopisy**. Je to indexovaný dluhopis, jehož kupónové platby a jmenovitá hodnota jsou vázány na pohyb ceny zlata. Tato forma investice je přitažlivá v období vysoké inflace. Nejpopulárnějšími příklady jsou emise francouzské vlády s názvy „Pinay“ a Giscard“.

Mezi nepřímé formy investic do zlata patří také **instrumenty** emitované **zlatými fondy**, tj. fondy, jenž se specializují a zaměřují na investice do různých zlatých instrumentů (akcií zlatých dolů, papírového zlata, zlatých mincí).

1.2 Zlato a centrální banky

Tab. 2 Vládní zásoby měnového zlata zemí vykazujících MMF ke konci května 2017

Pořadí	Země	Objem zlata, t	Podíl na rezervách, %	Pořadí	Země	Objem zlata, t	Podíl na rezervách, %
1	United States	8 133,5	75,1%	51	Malaysia	38,6	1,6%
2	Germany	3 377,9	69,4%	52	WAEMU ³⁾	36,5	11,6%
3	IMF	2 814,0	¹⁾	53	Peru	34,7	2,2%
4	Italy	2 451,8	68,3%	54	Slovakia	31,7	44,0%
5	France	2 435,9	64,2%	55	Qatar	26,6	3,1%
6	China	1 842,6	2,4%	56	Syria	25,8	5,8%
7	Russia	1 680,1	16,9%	57	Ukraine	25,5	6,8%
8	Switzerland	1 040,0	5,8%	58	Sri Lanka	22,2	16,2%
9	Japan	765,2	2,5%	59	Morocco	22,0	3,5%
10	Netherlands	612,5	64,0%	60	Afghanistan	21,9	11,7%
11	India	557,8	6,1%	61	Nigeria	21,4	2,7%
12	ECB	504,8	27,3%	62	Azerbaijan	20,0	12,1%
13	Turkey ⁶⁾	427,8	16,2%	63	Serbia	18,8	7,3%
14	Taiwan	423,6	3,7%	64	Tajikistan	14,6	84,5%
15	Portugal	382,5	54,8%	65	Bangladesh	14,0	1,7%
16	Saudi Arabia	322,9	2,5%	66	Cyprus	13,9	64,8%
17	United Kingdom	310,3	8,8%	67	Cambodia	12,4	5,4%
18	Lebanon	286,8	20,8%	68	Mauritius	12,4	9,9%
19	Spain	281,6	17,5%	69	Ecuador	11,8	14,8%
20	Austria	280,0	46,3%	70	Czech Republic	9,6	0,3%
21	Kazakhstan	267,7	35,7%	71	Laos	8,9	25,5%
22	Belgium	227,4	36,8%	72	Ghana	8,7	7,6%
23	Philippines	196,3	9,6%	73	Paraguay	8,2	4,3%
24	Venezuela	187,5	65,4%	74	United Arab Emirates	7,5	0,4%
25	Algeria	173,6	5,7%	75	Myanmar	7,3	3,9%
26	Thailand	152,4	3,4%	76	Guatemala	6,9	2,9%
27	Singapore	127,4	2,0%	77	Macedonia	6,9	10,1%
28	Sweden	125,7	8,5%	78	Tunisia	6,8	3,6%
29	South Africa	125,3	10,8%	79	Latvia	6,6	7,4%
30	Mexico	120,1	2,7%	80	Nepal	6,1	2,9%
31	Libya	116,6	6,6%	81	Ireland	6,0	6,8%
32	Greece	112,8	65,4%	82	Lithuania	5,8	9,9%
33	Korea	104,4	1,1%	83	Colombia	5,8	0,5%

Pořadí	Země	Objem zlata, t	Podíl na rezervách, %	Pořadí	Země	Objem zlata, t	Podíl na rezervách, %
34	BIS ²⁾	104,0	¹⁾	84	Kyrgyz Republic	4,9	9,9%
35	Romania	103,7	10,1%	85	Bahrain	4,7	6,0%
36	Poland	103,0	3,7%	86	Brunei Darussalam	4,4	5,4%
37	Iraq	89,8	7,9%	87	Mozambique	4,1	7,5%
38	Australia	79,9	5,2%	88	Slovenia	3,2	15,8%
39	Kuwait	79,0	9,2%	89	Aruba	3,1	13,4%
40	Indonesia	78,1	2,6%	90	Hungary	3,1	0,5%
41	Egypt	75,6	11,7%	91	Bosnia and Herzegovina	3,0	2,4%
42	Brazil	67,3	0,7%	92	Luxembourg	2,2	9,6%
43	Denmark	66,5	4,0%	93	Hong Kong	2,1	0,0%
44	Pakistan	64,5	12,6%	94	Iceland	2,0	1,1%
45	Argentina	54,9	4,3%	95	Papua New Guinea	2,0	4,7%
46	Finland	49,1	18,6%	96	Trinidad and Tobago	1,9	0,7%
47	Bolivia	42,5	17,4%	97	Haiti	1,8	3,4%
48	Belarus ⁴⁾	40,7	32,5%	98	Albania	1,6	2,0%
49	Jordan	40,4	11,3%	99	Yemen	1,6	1,2%
50	Bulgaria	40,3	6,3%	100	Mongolia	1,5	5,2%
					Celkem	33 374,9	100,0%

Zdroj: World Gold Council, www.gold.org, vlastní zpracování

Dle údajů, které zveřejnila Světová rada zlata (**World Gold Council** – WGC) vládní zásoba měnového zlata zemí vykazujících MMF na konci května 2017 činila 33 374,9 tun. Měnové zlato držené všemi centrálními bankami bylo nepatrně vyšší, neboť ne všechny země vykazují MMF. Toto zlato tvoří přibližně pětinu veškerého světového vytěženého zlata (asi 165 000 tun). Podíl zlata v držení zemí (centrálních bank) se od 60. let minulého století snižoval.

Na rozdíl od jiných instrumentů, např. dluhopisů centrálních vlád, se s držbou zlata pojí vysoké náklady na jejich správu či uskladnění. Proto centrální banky preferují držbu dluhopisů centrální vlády, jenž přináší mimo jiné i pravidelné výnosy.

V posledních třiceti letech 20. století zásoba zlata držená centrálními bankami absolutně poklesla o více než 10 %, od roku 1965 až o 14 % (5000 tun). Během let 1989-1998 prodaly

centrální banky 3146 tun zlata a průměrně si ročně vypůjčily v 90. letech 400 tun zlata. Ve stejném období 1989-1998 činil roční průměr prodeje a půjčky zlata centrálními bankami až 700 tun, objem, s kterým obchoduje londýnský trh průměrně za jeden den. Z toho dedukujeme, že obchodování centrálních bank se zlatem (prodeje a půjčky) neovlivňuje cenu zlata v dlouhém období, jelikož jsou jejich prodeje a půjčky oproti trhu velice nízké. Jako příklad lze uvést rok 1975-1980, kdy centrální banky prodaly asi 800 tun zlata a cena zlata nepoklesla, naopak se více než ztrojnásobila. V roce 2001 cena zlata na světovém trhu poklesla, avšak nelze tento pokles přisoudit pouze centrálním bankám, které zlato prodávaly.

Pro prodej zlata v 80. letech měly centrální banky dobré důvody. Získaly by úroky, kterých by nedosáhly, pokud by si zlato jenom držely jako cizoměnovou rezervu. Zlato však představovalo také pojistku, zdroj stability pro nejisté doby, čemuž v té době nepřikládali na důležitosti.

V květnu 1999 britská centrální banka prodala polovinu zlatých rezerv, což zapříčinilo, že cena zlata poklesla na 23leté minimum – 252 dolarů za trojskou unci. Další příčinou poklesu ceny zlata bylo, že v té době nebyl o zlato projeven zájem, středem pozornosti se staly akciové trhy.

1.1.3. Washingtonská dohoda o zlatě

Washingtonská dohoda o zlatě (*Washington agreement on gold*) z roku 1999 byla reakcí evropské centrální banky na ohromný propad ceny zlata. Před podpisem smlouvy prodala Velká Británie 50 tun zlata.

15 evropských centrálních bank (Rakousko, Belgie, Finsko, Francie, Německo, Irsko, Itálie, Lucembursko, Nizozemí, Portugalsko, Španělsko, Švédsko, Švýcarsko, Velká Británie a Evropská centrální banka) společně prohlásili, že je měnové zlato důležitým globálním rezervním aktivem. Dohoda pojednává o tom, aby zabránili dalšímu poklesu ceny zlata, je důležitý koordinovaný prodej maximálně 400 tun ročně, tj. 2000 za celé pětileté období. Zároveň bylo dohodnuto, že centrální banky nebudou podporovat půjčky zlata a deriváty na zlato. K revizi dohody by mělo docházet každých pět let, aby se zabránilo dramatickému snížení cen zlata. Většinu prodejů zlata od roku 1999 realizovaly centrální banky, které podepsaly washingtonskou dohodu.

V březnu roku 2004 byla evropskými centrálními bankami podepsána nová dohoda o zlatě. V platnost vyšla v září téhož roku s délkou trvání pěti let. Oproti původní dohodě navýšila maximální objem prodeje na 500 tun za rok, tj. 2 500 tun zlata celkem za 5 let. Stále platilo, že se nebudou podporovat půjčky zlata a deriváty na zlato. Tentokrát dohodu odmítla podepsat Bank of England, která prohlásila, že neplánuje v následujících 5 letech zlato prodávat a je pro ni zbytečné tuto novou smlouvu podepisovat. K dohodě se nově přidala irská centrální banka.

1.1.4. Situace po roce 2009

V srpnu 2009 po vypršení předchozí revize, vzešla v platnost v září téhož roku další dohoda. Tu podepsalo 19 evropských centrálních bank, opět platila 5 let a vrátila se k původním limitům prodeje z roku 1999, tedy 400 tun ročně, tj. 2000 tun za celé pětileté období. Nicméně tehdy prodeje zlata centrálními bankami tolik neprobíhaly, a tak nehrozilo přesažení limitu.

Před rokem 2009 převládal mezi centrálními bankami trend zlato prodávat, mezi lety 1990 a 2009 prodaly celkem 7500 tun zlata. V tomto období se připisuje vliv na ceny zlata prodejům zlata centrálními bankami. V roce 1996 se Belgie přiznala k prodeji více než 200 tun zlata a Nizozemsko kolem 400 tun. Tehdy o prodejích přemýšlely Francie, Itálie, Portugalsko, Švýcarsko a další země. MMF byla nachystaná prodat až 150 tun zlata, a to přes protest některých zemí. MMF radila rozvojovým zemím prodej zlata k uhrazení svých zahraničních závazků.

Situace se změnila, kdy se centrální banky rozhodly zlato spíše kupovat a ne prodávat, jak tomu bývalo, a to kvůli finanční a hospodářské krizi a strachu, že některé země zbankrotují. Především asijské centrální banky se začaly zajímat o to, kde zlato rychle koupit. V roce 2009 centrální banky po dlouhé době zlato více kupovaly než prodávaly. Příkladem je Čínská centrální banka, která ve zmíněném roce téměř zdvojnásobila své zlaté rezervy a na konci roku 2010 již obsadila šesté místo v žebříčku největších světových vlastníků zlata s 1054 tunami zlata. Čína při svém jednání vychází z předpokladu, že dolar nemusí být v budoucnu nadále rezervní měnou. Čína drží prvenství ve velikosti čínských cizoměnových rezerv, které rostou díky masivním obchodním přebytkům Číny a vyřadilo Japonsko z prvního místa.

Trend držby zlata následovaly v posledních letech i Indie, Saudská Arábie, Rusko a Filipíny. Je proto pravděpodobné, že ceny zlata budou nadále růst. V těchto zemích je zlato totiž zastoupeno v cizoměnových rezervách velmi málo, v Brazílii, Rusku pouze 5 %, v Číně 1,8 %. Naopak v USA a většině evropských zemích zlato tvoří přes 50 % celkových cizoměnových rezerv a tyto rozvíjející se země budou džbu zlata spíše navyšovat. Zlata je ale na světě málo.

V Asii stoupala záliba ve špercích, proto stoupala poptávka po zlatě v průmyslovém odvětví. To bylo jednou z hlavních příčin, proč ceny zlata rostly od roku 2001. Centrální banky tímto mohly přesvědčit investory o důvěře ve zlato a nabádat je, aby do něj investovali.

V Německu Nacisté použili během druhé světové války zlato na vedení války, a to, co po válce zbylo, se ztratilo v bouři zmatku, a tak Bundesbanka neměla po válce žádné zlato. Nebylo tomu tak nadlouho a s postupem času dokázala nashromáždit největší objem zlata na světě hned po USA, a to cca 3400 tun. Většinu tohoto zlata si uložila v zahraničí (hlavně New York, Paříž, Londýn). V následujících letech si udržovala zásobu zlata kolem hodnoty 13,7 mld. německých marek, přičemž prodej neplánovala a radši si zlato nechávala ve formě rezerv. Německo opakovaně odmítalo prodej zlata MMF, trvala na nutnosti držení zlatých rezerv i kvůli stabilitě MMF, ale zároveň také kvůli možné ztrátě důvěry v MMF. K takovému ohrožení by došlo, i kdyby se prodalo zlato samotné Bundesbance, protože držba zlata vyvolává subjektivní dojem stability a navíc si byla Bundesbanka vědoma, že prodejce zlata může mít odlišný pohled na trh než malé centrální banky. Pod nátlakem veřejnosti se na začátku roku 2013 rozhodla, že převede do roku 2020 část zlata uložených v New Yorku, Paříži a Londýně zpět do Německa. Aspoň polovina tohoto zlata by však nadále byla uložena mimo Německo.

Antitrustový výbor zlata (*Gold Anti-Trust Action Committee, GATA*) tvrdí, že na trhu od roku 1993 nastává manipulace s cenou zlata pomocí **krátkých prodejů**. Průkopníkem této myšlenky byl americký ministr financí Robert Rubin, zaměstnanec investiční banky Goldman Sachs. Dochází k tomu tak, že si banka půjčila od FEDu zlato za úrok 1 %. Tehdy úrokové míry v USA činily 6 až 12 %. Banka půjčené zlato prodala, čímž zaujmula krátkou pozici ve zlatě. Za získané finanční prostředky nakoupila krátkodobé federální dluhopisy s vysokou výnosností. Mimo to se zahedgovala proti růstu ceny zlata a dosáhla tak výnosu.

Následně tuto metodu začalo používat více bank, a tak cena zlata klesala. Když rostly ceny zlata, banky se domluvily na společném prodeji, a tudíž se ani nemusely zajišťovat proti růstu ceny zlata.

2 Zlatý standard²

2.1 Čistý zlatý standard

O „čistém“ zlatém standardu (standardu zlaté mince) hovoříme, pokud uvažujeme o penězích v podobě zlatých i stříbrných mincí, tzn. vůbec neuvažujeme papírové peníze a hotovost. Zlaté mince mohly být plnohodnotné i neplnohodnotné. Standard zlaté mince mohl mít více variant. V první variantě byly v oběhu pouze zlaté mince, plnohodnotné i neplnohodnotné a dokonce i mince z běžných kovů směnitelné podle nominální hodnoty. V druhé variantě krom zlatých mincí zahrnujeme i klasické bankovky nebo bankovky emitované centrální bankou, které byly povinně plně stoprocentně kryté zlatem a byly neomezeně směnitelné a zahrnujeme sem i státovky. Později docházelo k jiným způsobům emisí bankovek, což zapříčinilo o něco nižší krytí zlatem a byla omezená směnitelnost.

Čistý zlatý standard je charakterizován následujícími znaky dle (Neumann a kol., 2010, s. 130):

- *„Měny byly pevně vázány na zlato; centrální banky garantovaly nákup a prodej zlata za pevnou cenu.*
- *Existovala volná ražba zlatých mincí.*
- *Stát garantoval volný dovoz a vývoz zlata a zlatých mincí soukromníky.*
- *Zlaté mince byly součástí peněžního oběhu vedle bankovek; byla dodržována parita všech forem peněz se zlatem a jejich směnitelnost za zlato (úplné zlaté krytí peněz); nominální a kovová hodnota byla stejná.*
- *Směnné kurzy měn byly celosvětově relativně pevné (kolísaly pouze v rozmezí tzv. zlatých bodů – v rozmezí půl procenta od parity, vlivem nákladů na ražbu a převoz peněz), stejně jako oficiální cena zlata; relativně stabilní a rovnovážný měnový kurz tak existoval bez mezinárodních dohod a regulací s nízkým rizikem směny.“*

Mezi další formy zlatého standardu patří standard zlatého slitku, standard zlaté rezervy, standard zlaté devizy a standard zlaté měny. Ty si popíšeme v následujících podkapitolách.

Dále si na v další podkapitole popíšeme Brettonwoodský měnový systém jako příklad systému modifikovaného zlatého standardu.

² Tato kapitola čerpá především z (Neumann, 2010) a (Revenda, 2013).

2.2 Standard zlatého slitku

Jelikož papírové peníze nemohly být pro nedostatek nabídky zlata plně kryty, byla stanovena určitá omezení při směně peněz za zlato. Takové omezení mělo například podobu stanovení dolního limitu množství peněz, od kterého se můžou papírové peníze směnit za zlato. Pokud byl limit nastaven vysoko, pak množství emitovaných peněz, které musel emitent krýt bylo relativně nižší. Množství peněz nekrytých zlatem se v oběhu zvyšoval. Omezení směnitelnosti peněz za zlato zároveň zvyšuje pravděpodobnost, že se tržní ceny zlata budou odchylovat od ceny garantovanými emitenty peněz podle obsahu zlata.

2.3 Standard zlaté rezervy

Kvůli rozvoji výroby a obchodu se vyžadovalo čím dál tím více peněz. Množství emitovaných peněz se mohlo navýšit buď stanovením dolních limitů jejich podílu na zlatých zásobách, dále odkupem dalšího zlata emitenty (při odkupu zlata se mění pouze struktura, nikoli množství peněz v oběhu) nebo snížením zlatého obsahu nebo stanovené relativní výše zlatých rezerv.

Standard zlaté rezervy přichází se zrušením povinné směnitelnosti emitovaných peněz za zlato a postupem, kde byl pro (obvykle centrální) banky stanoven absolutní limit na emise, které nebudou kryté zlatem a krytí, ať již plné nebo částečné, se týkalo jen nadlimitní emise. Historickým příkladem zlaté rezervy představovala například československá koruna, kterou nebylo možné směnit za zlato.

2.4 Standard zlaté devizy

Při tomto standardu počítáme také s hotovostními, v některých případech i bezhotovostními penězi emitovanými centrálními bankami. Tento standard se netýká klasických bankovek a o mincích neuvažujeme.

Většina zemí časem přestala krýt peníze zlatem i přes stálou existenci zlatého obsahu. V některých zemích bylo nadále možné, avšak s určitými omezeními směnit peníze za zlato. Pokud nějaký subjekt držel měnu nesměnitelnou za zlato, mohl ji (ne vždy) vyměnit za peníze směnitelnou za zlato.

Emise zlatem nekrytých peněz není limitována zlatými rezervami příslušné země (centrální banky), což představuje pro danou zemi konkurenční výhodu, pokud objem emise významně neznehodnotí danou měnu.

Národní měna jako zákonné platidlo musí být povinně přijímána všemi subjekty příslušného území, což omezuje subjekty v neochotě nedržet bankovky a bezhotovostní peníze, které se rychle znehodnocují. I přesto, že subjekty musí takové bankovky přijímat, mohou provádět transakce v dolarech nebo eurech (dolarizace a euroizace).

Státy, které stále kryly peníze zlatem a umožňovaly určitou směnitelnost peněz za zlato, přicházely v určitém rozsahu o konkurenční výhodu. Trvání na krytí peněz zlatem často vyústilo v ekonomické potíže, krize a zanechání směnitelnosti za zlato. Dalším důvodem opuštění směnitelnosti za zlato je růst tržních cen zlata nad garantovanou cenou zlata.

Standard zlaté devizy mohl být využíván zároveň se standardem zlaté rezervy, příkladem byla československá koruna ve 20. a 30. letech 20. století.

2.5 Standard zlaté měny

Proces demonetizace zlata neustával. Po roce 1945 vznikaly nové instituce jako je Mezinárodní měnový fond, Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj (později další součást skupiny Světové banky) a implementace brettonwoodského systému měnových kurzů. Standard zlaté měny nazýváme *zlatým dolarovým standardem*, jelikož měly měny přes měnový kurz vazbu na americký dolar a ten měl vazbu na zlato.

Federální rezervní systém garantoval zpětnou výměnu za zlato ve fixní výši 35 USD za trojskou unci u dolarových aktiv členských zemí Mezinárodního měnového fondu. Ostatní státy nepatřící do Mezinárodního měnového fondu tradeovali zlato za londýnské tržní ceny, které častěji převyšovaly fixní výši.

V roce 1961 se některé rozvinuté státy (Belgie, Itálie, Německá spolková republika, Nizozemsko, Švýcarsko, Velká Británie a Francie), které měly možnost směnit dolarová aktiva zpět na zlato a Spojené státy americké dohodly na vytvoření tzv. *zlatého poolu* s cílem snížení londýnské tržní ceny zlata na fixní cenu, tedy udržet ji do výše 35,20 USD za troskou unci. Žádný účastník dohody zároveň nesměl žádat směnu dolarů za zlato. Země se obávaly růstu tržních cen zlata proto, že by takový růst mohl rozhodit fixní cenu a že by

mohlo dojít k devalvaci dolaru, která může destabilizovat systém měnových kurzů, a spekulaci. Bank of England měla na starosti veškeré transakce přes zlatý pool.

Zlatý pool skončil kvůli nátlakům na růst tržní ceny zlata, protože devalvovala britská libra a subjekty věřily, že devalvoval i americký dolar, dále také kvůli schodkům federálního rozpočtu USA mimo jiné způsobeným válkou ve Vietnamu.

V roce 1971 bylo definitivně zrušeno krytí měny zlatem a americký dolar devalvoval na hladinu 38 USD za trojskou unci. I přes různé snahy některých zemí obnovit směnitelnost peníze za zlato, dnes kvůli existenci bezhotovostních peněz a dalším důvodům, systém zlatého standardu už nemá v dnešní době uplatnění (není realizovatelný).

2.6 Brettonwoodský měnový systém

Brettonwoodský měnový systém (1945-1971) vzniknul po druhé světové válce jako reakce na nestabilní stav měnového systému v meziválečném období. Úkolem bylo se vyvarovat rapidnímu zpomalení hospodářského růstu, vysoké nezaměstnanosti, cenové nestabilitě, protekcionismu a konkurenčním devalvacím, jež ochromovaly mezinárodní obchod.

Dohodu v Bretton Woodu podepsalo 44 zemí (později členské země Mezinárodního měnového fondu), včetně tehdejší ČSR. Ta pramenila z předpokladu USA jako stěžejní politickou a ekonomickou mocností a jako kotvu celého měnového systému. USA měla pozici věřitelské země se zásobami zlata. „*Mezinárodní měnový systém měl být opřen o zlato s pevnou cenou a pevné měnové kurzy. Základní institucí systému měl být fond tvořený vklady zemí, z části ve zlatě, částečně v devizách, z něhož budou poskytovány úvěry na krytí deficitů platebních bilancí. Úvěry by byly limitovány vkladem země a vázány na souhlas fondu.*“ (Neumann a kol., 2010, s. 135)

Brettonwoodské uspořádání bylo vyjádřeno v tzv. Článcích dohody (*Articles of Agreement*). Vzniknul Mezinárodní měnový fond – MMF (*International Monetary Fund – IMF*), který zajišťuje úvěry za účelem vyrovnání platební bilance zemí, aby odstranil problém nedostatku devizových prostředků. Jako hlavní rezervní měnou se stal americký dolar. Země své devizové rezervy udržovaly v amerických dolarech, popřípadě ve zlatě. Spojené státy americké garantovaly obchody se zlatem ve vztahu k centrálním bankám ostatních zemí v pevných cenách 35 USD/trojskou unce. 1 USD tedy odpovídal 0,888671 g zlata. Americký dolar byl tímto přímo vázán na zlato, ostatní měny pak nepřímo vázány přes

dolar. Pro ostatní země tedy platil standard zlaté devizy. „*Samostatný dolar zůstal ve vnitřním styku, tj. v USA, za zlato nesměnitelný; vnější směnitelnost mohly realizovat pouze zahraniční centrální banky vůči Federálnímu rezervnímu systému USA. Pro podstatu nového uspořádání se začal používat výraz „zlatý dolarový standard“.*“

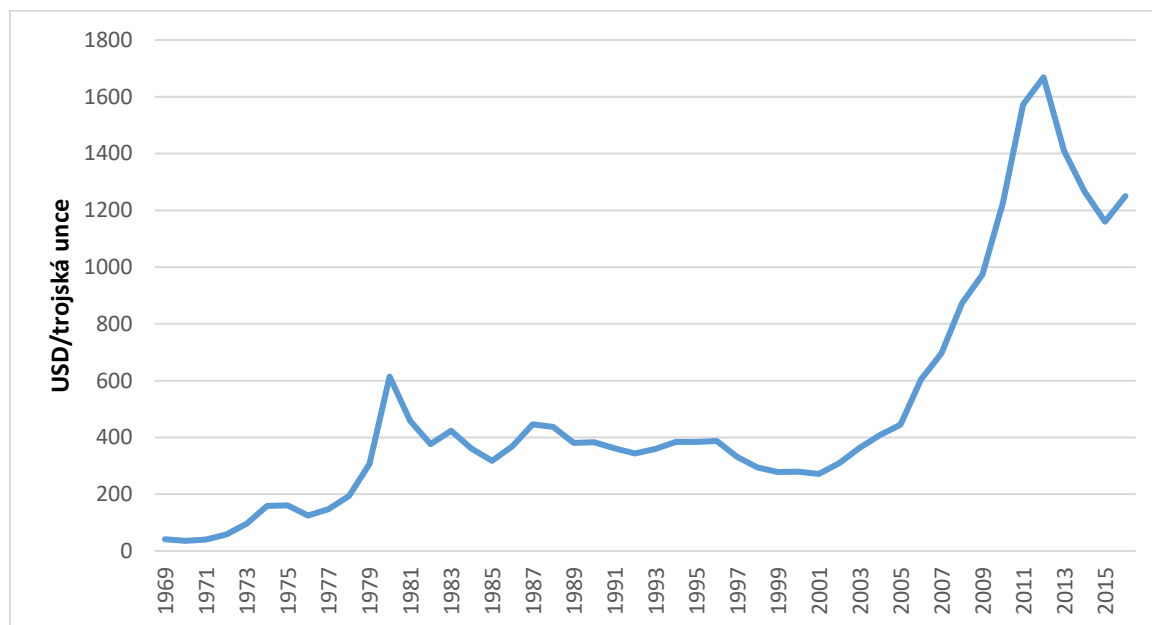
„*Každá země měla stanovenou centrální paritu své měny proti USD a zavazovala se, že bude udržovat prostřednictvím intervencí své centrální banky pevný kurz s maximální odchylkou ± 1 % parity. Pod dojmem meziválečného kolísání měn byly plovoucí kurzy považovány za škodlivé pro mezinárodní obchod. Správné fungování systému vyžadovalo, aby zůstal stabilní především jeho základ, americký dolar, jehož hodnota musela podle pravidel zůstat neměnná v rámci dolarové zlaté parity. Cíl systémové stability byl proto vázán na vnitřní stabilitu (měnovou, potažmo obecně ekonomickou) Spojených států.*“ (Neumann a kol., 2010, s. 136)

V brettonwoodském systému byla v kontrastu nařízena i určitá adaptibilita, která dovoľovala zúčastněným zemím vyrovnávat vzniklou nerovnováhu. Tohle nastavení bylo proto, aby existující fixní kurz nezapříčinil domácí nezaměstnanost. K vyrovnání deficitu platební bilance mohly země čerpat již zmíněné půjčky od MMF.

3 Faktory ovlivňující cenu zlata³

3.1 Vývoj ceny zlata

Obr. 1 Vývoj ceny zlata v čase (USD/trojská unce)



Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis, fred.stlouisfed.org, 2017, vlastní zpracování

Hodnota zlata je v současné době dána pohybem jeho ceny na světovém trhu. Cena je vyjádřena v dolarech za jednotku ryzí trojské unce, která se v přepočtu vyrovná hodnotě 24karátového zlata, což je více, než najdeme v řemeslu šperkovnictví, kde je obchodováno se zlatem o maximálně 18 karátech.

Po mnoha staletí se jednotka národních měn hromady zemí vyjadřovala určitým množstvím zlata. Díky tomu zůstala cena zlata po dlouhou dobu velmi stabilní a v roce 1717 Isaac Newton, který mimo další profese v té době zastával i roli mistra Královské mincovny (Master of Mint), ustálil cenu zlata na 3,17 liber a tato cena přetrvávala a platila (vyjma období napoleonských válek) až do roku 1914 po vypuknutí první světové války.

Na grafu je zobrazen vývoj cen zlata od roku 1960 do prvního čtvrtletí roku 2017. Pro vyjádření ceny zlata v dolarech koncem roku 2016 bylo užito amerického indexu spotřebních cen. Od roku 1934 do roku 1968 byla cena zlata stabilní a ustrnula na hodnotě

³ Tahle kapitola čerpá především z (Chainani, 2016) a (Jílek, 2013).

35 dolarů za unci. Poté co byly odstraněny administrativní překážky, s cenou zlata začaly v plné síle lomcovat tržní síly a do roku 1974 byl zaznamenán růst ceny zlata až na 200 dolarů za unci. Tato cena následně mírně klesla, tomu však nezůstalo nadlouho, neboť kolem roku 1980 v USA stouply úrokové míry i inflace, načež propukla panika na finančních trzích. Investice do klasických finančních aktiv byly ztrátové. Naopak investování do zlata se stalo jistotou. Situaci nepomáhala ani tehdejší politická situace (revoluce v Íránu). Cena zlata za takových podmínek prudce vystřelila nahoru. 21. ledna 1980 byl zaznamenán rekordní nárůst ceny zlata na 855 dolarů za unci. Po tomto rekordu však cena zlata neustále s občasnými značnými výkyvy klesala a v roce 1999 spadla na 252 dolarů za unci, což byla nejnižší cena za posledních dvacet let. Od tohoto dna se ale ceny odrazily a už vykazovaly jenom rostoucí tendenci.

Dalším příkladem, kdy cena zlata i ropy prudce stoupla, byl rok 2003, kdy hrozila válka USA s Irákem. Cena zlata stoupla až na přibližných 380 dolarů za unci. A ceny zlata rostou vytrvale až dodnes. V září 2011 se průměrná cena zlata pohybovala už kolem 1881 dolarů za unci. Vysvětlení tohoto nepřetržitého růstu lze hledat ve ztrátě víry v udržitelnosti finančního systému postaveném na velké zadluženosti domácností, podniků a jednotek veřejného sektoru. Investováním do zlata chtěli investoři dlouhodobě chránit svůj majetek nebo ho utajit, pokud byl nabyt nelegálním způsobem. Všechny tyto výše zmíněné události opět potvrzují to, že finanční a politická nestabilita ve světě zvyšuje cenu zlata a naopak.

3.2 Analýza faktorů cen zlata

Zlato je omezeným zdrojem a když globální ekonomické podmínky ztrácejí atraktivitu zlato, poptávka po něm stoupá, a tím zvedá ceny zlata. Zlato se používá jako standard hodnoty pro různé měny na světě. Cena zlata je ovlivňována výrobními náklady, měnovou nabídkou, pohodou či nepohodou finanční nebo geopolitické stability, poptávkou po špercích a průmyslem, hodnotou různých měn a činnostmi centrálních bank. Zlato se dále využívá jako hedging proti inflaci a také k diverzifikaci v těžších dobách.

V delším období je hodnota zlata celkem stabilní, ceny by mohla jednoduše dočasně jen reflektovat nejistotu nebo jednoduchou fluktuaci měny. V následujících podkapitolách podrobněji představíme sedm skupin nejvýraznějších faktorů mající vliv na cenu zlata.

3.2.1. Nabídka

Jako většina komodit, základní principy nabídky a poptávky hrají vysokou roli při determinování ceny zlata. Nicméně, kvůli omezeným možnostem těžby zlata, světová nabídka zlata zůstává relativně stabilní (s přírůstkem množství, které se ročně vytěží). To znamená, že poptávka má mnohem vyšší dopad na cenu zlata než nabídka. Když se zájem po zlatě zvýší, totéž se stane s cenou. Jediným faktorem tedy, co by markantně snižoval cenu zlata je snížení poptávky.

Pouze přibližně 2500 tun zlata se za rok vytěží, ve srovnání s přibližně 165 000 tun celkem co tvoří celkovou světovou nabídku. I přestože se zdá, že produkce zlata je skromná v porovnání s celkovou nabídkou, výrobní náklady mohou ovlivnit cenu světového zlata. Když se zvýší výrobní náklady, těžářské společnosti prodávají zlato za více peněz, aby si udrželi zisk. To se také projeví při prodeji zlatých mincí. Čína je největším producentem zlata, má podíl přibližně 15 % celkové světové produkce. Asie, jako celek, vytěží přibližně 22 % nového zlata, střední a jižní Amerika vytěží přibližně 17 % a severní Amerika vytěží 15 %. Afrika a Společenství nezávislých států se podílí přibližně na 20 % a 14 %.

3.2.2. Poptávka

Zlato je typicky považováno za bezpečný přístav, když jsou měnové trhy volatilní. Americké státní pokladniční poukázky jsou považovány za bezpečný přístav, i když je bouřlivé ekonomické prostředí, jelikož jsou podporovány vírou a jménem americké vlády.

Zvyšující se ceny zlata jsou tradičním indikátorem recese nebo poklesem ekonomické aktivity.

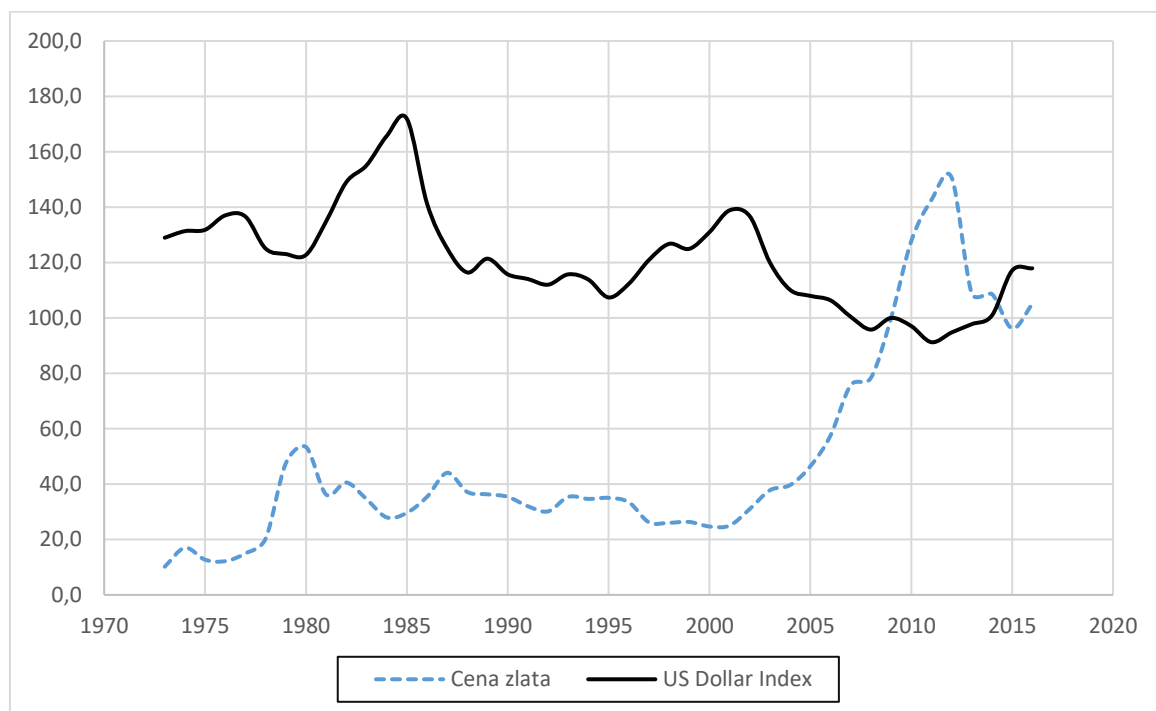
Dalším faktorem ovlivňující cenu zlata jsou centrální banky a jejich nákupy zlata. Když centrální banky nakupují víc zlata než prodají, tlačí tím ceny zlata nahoru. Podrobněji jsme se tímhle tématem zabývali v první kapitole.

3.2.3. Měny

Zlato je využíváno jako standard hodnoty pro měny po celém světě. Cena zlata se stanovuje v hodnotě měny, často v amerických dolarech, a může fluktuovat s tržními podmínkami.

Dolarový index: Americký dolar je dominantní v měnových rezervách, což znamená, že ho různé země po celém světě drží k mezinárodnímu obchodu.

Obr. 2 Cena zlata vs. US Dollar Index

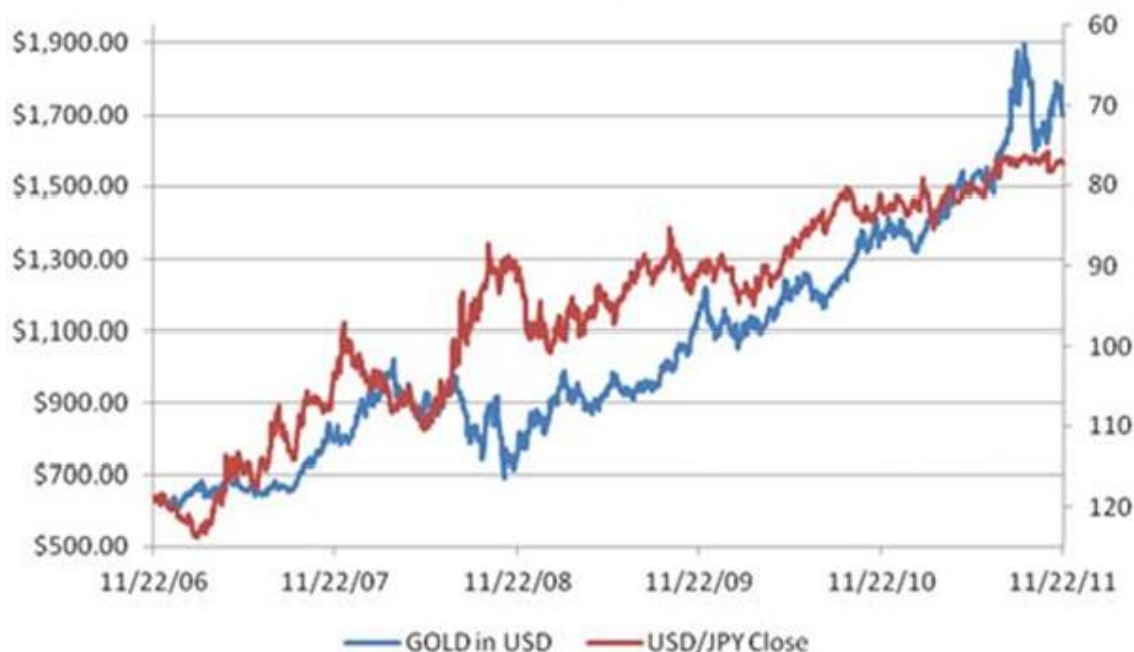


Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis, fred.stlouisfed.org, 2017, vlastní zpracování

Mezi cenou zlata a americkým dolarem je negativní korelace. V kalkulaci v Excelu vyšel korelační koeficient o velikosti -0,65. Když poptávka po dolaru padá, banky, a také investoři po celém světě, více investují do zlata. Zlato a americký dolar se používají k zajištění proti nejistotám a jsou oblíbené centrálními bankami po celém světě.

Euro: Hlavním důvodem pro silnou korelaci je sdílené vnímání zlata a eura jako alternativní investicí k americkému dolaru. Během této doby hlavní měny, včetně zlata, měly tendenci reagovat na ekonomické zprávy z USA. Euro je považováno za přirozeně první alternativou dolaru, a má prospěch z nedávného oslabení dolaru zapříčiněným primárně duálním rostoucím deficitem USA.

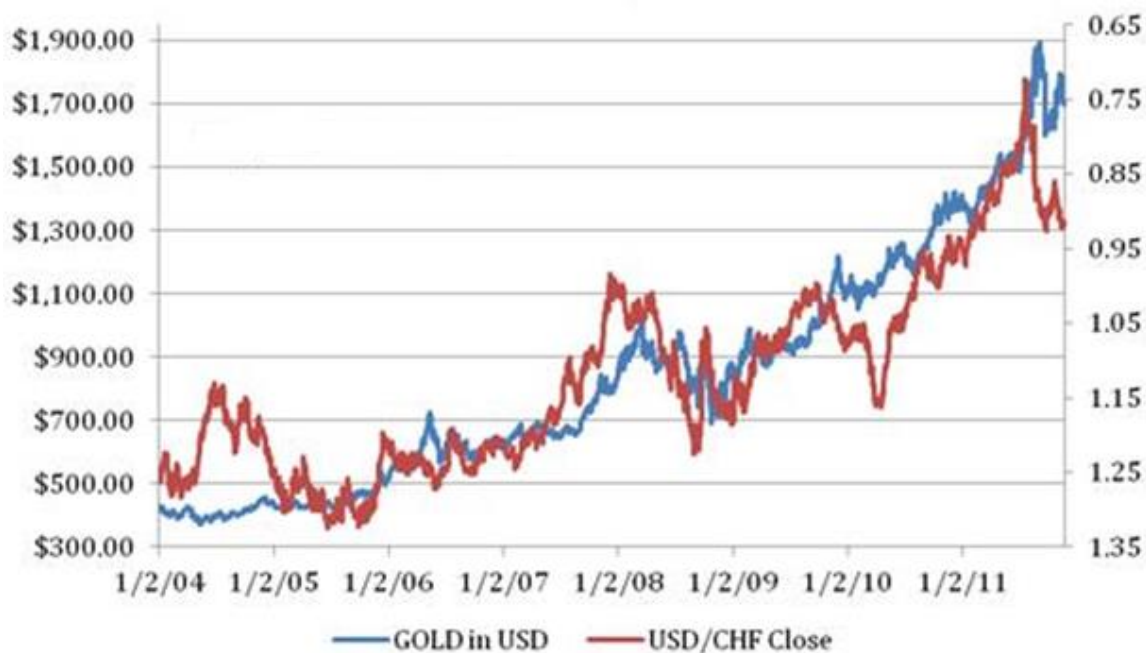
Obr. 3 Pětiletá korelace zlata a USD/JPY



Zdroj: Kitco Metals Inc., www.kitco.com, 2017

Japonský jen: Je několik dalších měn, které jsou také považovány za bezpečné přístavy. Jedná se například o japonský jen a švýcarský frank, jelikož mají tyto země silné přebytkové rozpočty. Japonsko je největším věřitelem, loni s přebytkem přes 3 biliony dolarů. Je zde také problém nízkých úrokových měr, které nelze snížit, a tak v horších obdobích není pravděpodobné, aby měna oslabovala. Korelace mezi USD/JPY a zlatem byla negativní, za posledních 7 let mezi -0,86, 5 let - 0,87, 2 roky -0,89 a rok -0,86. Takle extrémně silná korelace ukazuje, že je zlato vnímáno jako „měna“, bezpečný přístav. Zlato, negativně korelující s USD/JPY implikuje, že pozitivně koreluje s JPY/USD; takže můžeme tvrdit, že se zlato chová podobně jako jen.

Obr. 4 Sedmiletá korelace zlata a USD/CHF



Zdroj: Kitco Metals Inc., www.kitco.com, 2017

Švýcarský frank: Je považováno za bezpečný přístav. Jako Japonsko, Švýcarsko má přebytek a nízké úrokové míry. Kvůli tomu je zlato velice úzce korelováno s USD/CHF. Korelace za 7 let byla -0,91, 5 let -0,87, 2 roky – 0,82 a rok -0,35.

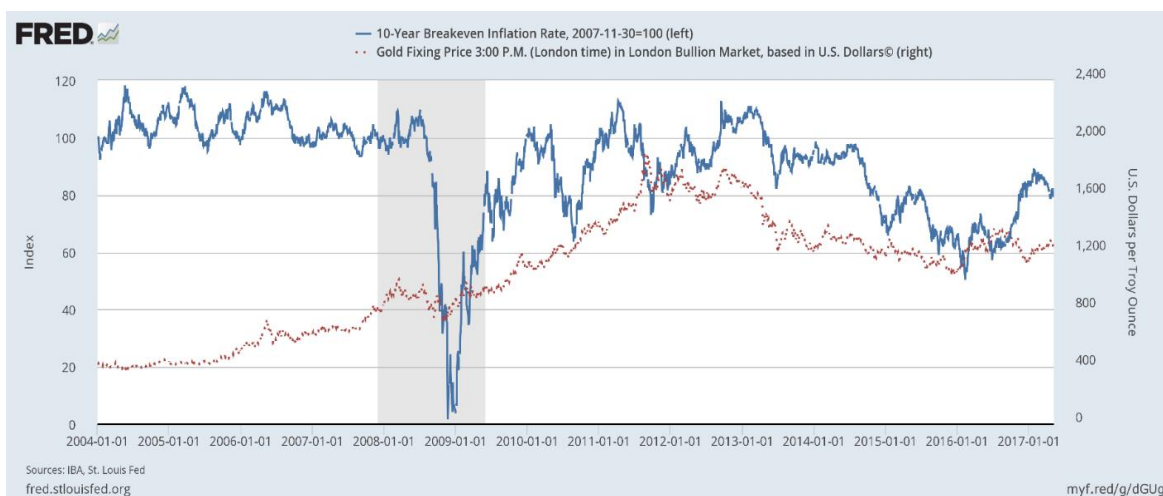
3.2.4. Makroekonomické faktory

Úrokové míry: Úrokové míry nejsou jedinou proměnnou, které ovlivňují budoucí výkonnost různých aktiv. Ostatní proměnné jsou například reálná inflační míra, reálná úroková míra, hodnota dolaru, tržní očekávání. Kvůli nízkým úrokovým mírám, spousta investorů hledá investice s vyšší výnosností. Nízké úrokové míry znamenají, že investice „nesou nízké riziko“, důsledkem čehož roste poptávka některých investorů jako například hedgeové fondy. Když úrokové míry rostou, poptávka po zlatě očekávaně padá, což znamená nižší ceny zlata. Zlato neplatí úroky jako státní dluhopisy nebo spořicí účtu, ale současné ceny zlata často reflektují nárůsty nebo poklesy úrokových měr. Když úrokové míry rostou, ceny zlata mohou poklesnout, neboť lidé prodávají zlato, aby získané finanční zdroje mohli investovat jinde. Když úrokové míry klesají, cena zlata může znovu růst, protože jsou zde nižší náklady ušlé příležitosti s držbou zlata v porovnání s jinými

investicemi. Nízké úrokové míry znamenají vyšší atraktivnost zlata. Jedním z nejdůležitějších současných faktorů ceny zlata je potenciální výše úrokové míry určené Federálním rezervním systémem.

Inflace: Běžným důvodem pro držbu zlata je zajištění se proti inflaci a oslabení měny. Hodnoty měny fluktuují, ale hodnota zlata je často více stabilní v dlouhém období. Jelikož zlato drží svoji hodnotu mimo politiku, často se považuje za solidní investici při nejisté budoucnosti měn. Investorům může být doporučováno nakoupit zlato, když věří, že hodnota papírových peněz poklesne. Zlato sloužilo jako uchovatel hodnoty už přes generace. Je považováno za ochranu proti inflaci, což znamená, když ceny rostou, investoři mohou uložit peníze ve zlatě. Nicméně, během některých období, cena zlata a inflace ukazují přímou závislost, a funkce zlata jako zajištění neplatí. Jak moc může zlato chránit investory proti inflaci tedy zůstává nejasné.

Obr. 5 Cena zlata vs. míra inflace 2004-2017 (USA)



Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis, fred.stlouisfed.org, 2017

Graf porovnává ceny zlata a inflační míru. Pro popis inflace v americké ekonomice, můžeme použít výnosový spread nebo spread bodu zvratu. To měří rozdíl mezi výnosem desetiletého amerického vládního dluhopisu a TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities, což jsou „státem emitované dluhopisy, jejichž jistina se přizpůsobuje ohlášenému indexu spotřebitelských cen (CPI)“ (Kurzy.cz, 2015). Výnosový spread se tedy zdá jako dobrou náhradou americké míry inflace. Za posledních 45 let, ceny zlata a americké CPI ukazují průměrnou roční korelaci o velikosti nula.

3.2.5. Další faktory (třídy aktiv)

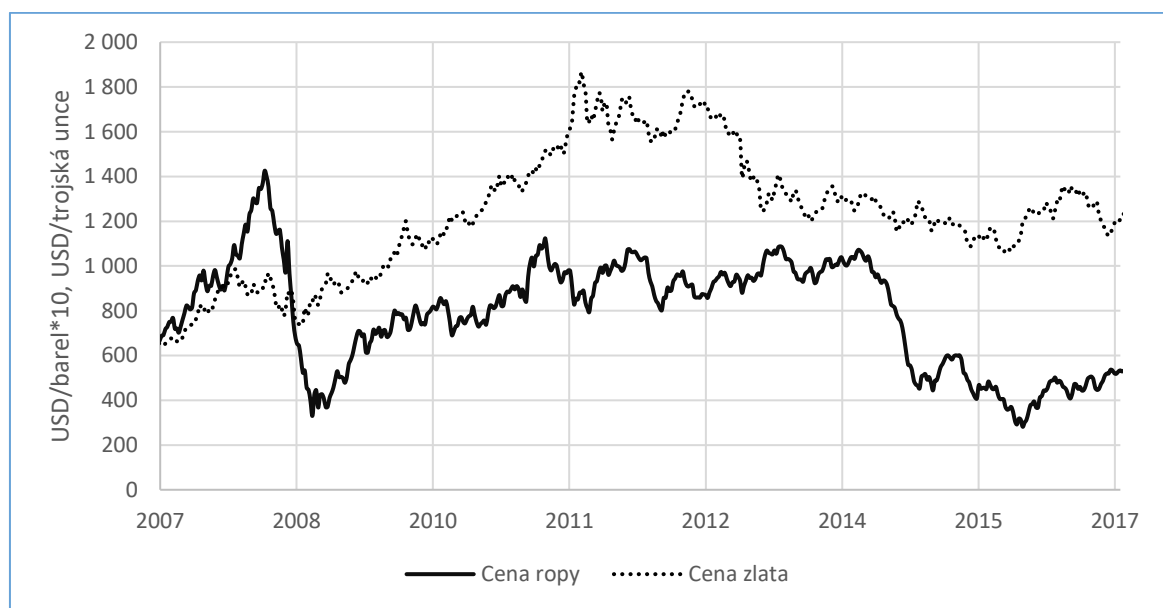
Kmenové akcie: Když ekonomika stagnuje, lidé často panikaří. Když lidé panikaří, rádi investují do prokázaných, hmotných a bezpečnějších instrumentů. To je proč se hrnou do zlatých instrumentů, když zbytek trhu zápasí. Zlato si drží hodnotu již po staletí, zůstává trvalým a obecně uznávaným symbolem měny a bohatství. Prokázaná hodnota zlata přináší komfort úzkostlivým investorům. Kvůli rostoucí poptávce po zlatě během těžkých ekonomických obdobích, se jeho cena tlačí nahoru, což znamená, že zlato pomáhá vzpružit investiční portfolia.

Dluhopisy: Negativní vztah mezi zlatem a úrokovými mírami implikují pozitivní korelaci s cenou dluhopisů, neboť ceny dluhopisů jsou negativně spojeny s výnosy, které poskytují. Zlato je substitutem pro státní dluhopisy, obzvlášť když se výnosy blíží k nule. V takovém prostředí, investoři mohou jednoduše preferovat nákupy zlata než dluhopisů (které vynášejí prakticky nulu). Drahé kovy nevynášejí vůbec žádné příjmy, ale nejsou aspoň jen papír a americká vláda je nemůže vydávat. A proto zde může být pozitivní vztah mezi zlatem a dluhopisy kvůli nákladům ušlé příležitosti a kapitálovým tokem od dluhopisů ke zlatu, když ceny dluhopisů jsou moc vysoko (výnosy jsou příliš nízké). Mohou zde být kapitálové toky v opačném směru (od zlata k dluhopisům), když výnosy z dluhopisů rostou (ceny dluhopisu se snižují) a poskytují lepší alternativu než zlato. Tohle především platí pro americké státní dluhopisy (*U.S. Treasuries*). Považují se za bezpečný přístav, ale ten co vyplácí výnos. Jinými slovy strach může zvýšit poptávku po zlatě i dluhopisy. Dluhopisy jsou obecně anticyklické, kdežto zlato je necyklické, ale obě třídy aktiv se mohou spolu občas hýbat v reakci na změny na akciovém trhu. To je proč lidé investovali ve zlato a dluhopisy při poslední finanční krizi. Mimo to, Federální rezervní systém obvykle zvyšuje svoji peněžní zásobu nákupy vládních dluhopisů, což tlačí jejich ceny nahoru. Pokud takové nákupy jsou považovány za signál, že je americká ekonomika slabá (například v případě prvního kvantitativního uvolňování), cena zlata může současně stoupnout s cenami dluhopisů.

Investoři by si měli zapamatovat, co hraje opravdu roli pro zlato, jsou reálné úrokové míry, nikoliv nominální výnosy. Je zde signifikantní pozitivní korelace mezi cenou desetiletého inflačně indexovaného amerického dluhopisu a cenou zlata, nebo negativním vztahem s reálnými úrokovými měrami. Ceny dluhopisů mají inverzní vztah k výnosům.

Ropa: Cena ropy hraje významnou roli při určování ceny zlata. Jako zlato, ceny ropy jsou určovány v amerických dolarech. Když americký dolar roste, cena dolarově denominovaných aktiv obvykle klesne, jelikož pro investory jiných měn jsou dolarově denominovaná aktiva moc drahá. Protože jsou zlato a ropa dolarově denominovaná aktiva, mají k sobě silnou vazbu. Další důležitou vazbou mezi zlatem a ropou je inflace. Když ceny ropy stoupá, inflace také roste. Zlato je známé pro dobré zajištění proti inflaci. Hodnota zlata stoupá, pokud inflace roste. Přes 60 % případů, zlato a ropa mají přímý vztah, což je vidět v následujícím grafu.

Obr. 6 Cena zlata vs. cena ropy



Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis, fred.stlouisfed.org, 2017, vlastní zpracování

Zlato a ropa jsou dále spojená tím, že růst ceny ropy tlumí ekonomický růst kvůli jeho nadměrnému průmyslovému užití. Utlučený ekonomický růst nepříznivě ovlivňuje většinu průmyslu. Tohle může vést k pádu na akciových trzích, což povzbuzuje poptávku po alternativních aktivech jako je zlato. Fáze recese může být dobrá pro milovníky vzácných kovů a tlačit cenu zlata nahoru.

3.2.6. Měnová politika centrálních bank

V rámci měnové politiky centrální banka reguluje krátkodobé úrokové míry domácí měny, aby ovlivnila inflaci, HDP a zaměstnanost. Expanzivní měnová politika prostřednictvím růstu peněžní zásoby má podpořit růst ekonomiky. Nicméně, tahle politika se může stát

katalyzátorem pro inflaci. Vyšší peněžní zásoba tlačí úrokové míry dolů, což by mohlo podpořit investory, aby nakupovali zlato díky nižším oportunitním nákladům. Když se to přežene, taková taktika může nastartovat inflaci, další signál k růstu cen zlata. V situaci nastalé po velké finanční krizi, několik centrálních bank po celém světě představilo nekonvenční politiky pro monetární stimul, kdy se úrokové míry blížily k nule. Jedním z příkladů je rozhodnutí pěti centrálních bank - dánská centrální banka (DanmarksNationalbank), Evropská centrální banka, švédská centrální banka (SverigesRiksbank), švýcarská centrální banka (Schweizerische Nationalbank) a japonská centrální banka (Bank of Japan) – snížily spodní hranici pro nominální úrokové míry pod nulu. Takové měnové uvolnění s nízkými úrokovými mírami podporuje investice do bezpečných přístavů jako je zlato, což nevynáší žádné peněžní toky stejně jako instrumenty s nulovým úročením. Naproti tomu zde máme Federální rezervní systém (FED), který fixoval postupné zvyšování úrokových měr v r. 2016 a uplatnil restriktivní měnovou politiku.

3.2.7. Krize, geopolitické napětí

Protože ceny zlata obvykle rostou, když lidem schází sebevědomí ve vlády nebo finanční trhy, občas se mu říká krizová komodita. Světové události mají obvykle dopad na cenu zlata, protože je zlato považováno jako zdroj bezpečí uprostřed ekonomického či geopolitického pozdvižení. Například cena zlata prudce vzrostla hned poté, co se Rusové přesunuli na Ukrajinu, což přispělo k nejistotě lidí o geopolitické stabilitě v regionu. V jiných případech vojenské jednání může zvýšit ujištění geopolitické situace. Například cena zlata mírně poklesla na začátku války v Perském zálivu. Hlavní je, že politický chaos znamená větší zájem o zlato jako bezpečný přístav. Ceny zlaty vzrostly během nepokoje na akciovém trhu v roce 2008, totéž se událo během vrůstající globální tenze. Zlato vyvrcholilo na \$850 v roce 1980, když Sovětský svaz vtrhnul do Afghánistánu. Scénář války obvykle vytlačí zlato nejvíc, stříbro obvykle následuje. 2. srpna 1990 Irák napadnul Kuvajt, investoři viděli prudký nárůst zlata, a když začala bombardace Iráku v roce 1991, zlato opět prudce vzrostlo. Na začátku války v Iráku jsme viděli, jak rostlo zlato. Nicméně, když válka opadne, ceny drahých kovů se utápí.

Závěr

Cílem bakalářské práce bylo pochopení funkce a významu zlata v moderním světě a analýza hlavních faktorů ovlivňující jeho cenu.

Zlato má široké využití ve šperkařství již tisíce let a má dlouhou tradici. Využívá se též v elektronickém, technologickém a počítačovém průmyslu. Dále se s ním setkáme ve stomatologii a lékařství. Zlato má dále využití v leteckém a kosmickém průmyslu a ve sklářství. Užitek zlata ve zmíněných odvětvích tvoří poptávku po zlatě, což je jedním z faktorů ovlivňující cenu zlata. Zlato se v historii využívalo k zajištění zlatého standardu.

Se zlatem se také obchoduje. Máme dvě formy zlatých instrumentů, přímou (hmotnou) a nepřímou (nehmotnou). Mezi zlaté instrumenty patří zlaté mince, zlaté cihly, zlaté certifikáty, zlaté účty, forwardy, futures, opce, akcie zlatých dolů, zlaté dluhopisy. Centrální banky preferují držbu dluhopisů centrální vlády, jenž přináší mimo jiné i pravidelné výnosy. Obchodování centrálních bank se zlatem (prodeje a půjčky) neovlivňuje cenu zlata v dlouhém období, jelikož jsou jejich prodeje a půjčky oproti trhu velice nízké.

Jako většina komodit, základní principy nabídky a poptávky hrají vysokou roli při determinování ceny zlata. Nicméně, kvůli omezeným možnostem těžby zlata, světová nabídka zlata zůstává relativně stabilní (s přírůstkem množství, které se ročně vytěží). To znamená, že poptávka má mnohem vyšší dopad na cenu zlata než nabídka. Když se zájem po zlatě zvýší, totéž se stane s cenou. Jediným faktorem tedy, co by markantně snižoval cenu zlata je snížení poptávky.

Zlato je využíváno jako standard hodnoty pro měny po celém světě. Cena zlata se stanovuje v hodnotě měny, často v amerických dolarech, a může fluktuovat s tržními podmínkami. Mezi cenou zlata a americkým dolarem je negativní korelace. V kalkulaci v Excelu vyšel korelační koeficient o velikosti -0,65. Když poptávka po dolaru padá, banky, a také investoři po celém světě, více investují do zlata. Zlato a americký dolar se používají k zajištění proti nejistotám a jsou oblíbené centrálními bankami po celém světě.

Proměnnými ovlivňující výkonnost různých aktiv kromě úrokových měr jsou například reálná inflační míra, reálná úroková míra, hodnota dolaru, tržní očekávání. Kvůli nízkým úrokovým mírám, spousta investorů hledá investice s vyšší výnosností. Nízké úrokové míry znamenají, že investice „nesou nízké riziko“, důsledkem čehož roste poptávka některých

investorů jako například hedgeové fondy. Když úrokové míry rostou, poptávka po zlatě očekávaně padá, což znamená nižší ceny zlata. Zlato nevynáší úroky jako státní dluhopisy nebo spořicí účty, ale současné ceny zlaty často reflektují nárůsty nebo poklesy úrokových měr. Když úrokové míry rostou, ceny zlata mohou poklesnout, neboť lidé prodávají zlato, aby získané finanční zdroje mohli investovat jinde. Když úrokové míry klesají, cena zlata může znovu růst, protože jsou zde nižší náklady ušlé příležitosti s držbou zlata v porovnání s jinými investicemi. Nízké úrokové míry znamenají vyšší atraktivnost zlata. Jedním z nejdůležitějších současných faktorů ceny zlata je potenciální výše úrokové míry určené centrální bankou.

Běžným důvodem pro držbu zlata je zajištění se proti inflaci a oslabení měny. Hodnoty měny fluktuují, ale hodnota zlata je často více stabilní v dlouhém období. Jelikož zlato drží svoji hodnotu mimo politiku, často se považuje za solidní investici při nejisté budoucnosti měn. Investorům může být doporučováno nakoupit zlato, když věří, že hodnota papírových peněz poklesne. Zlato sloužilo jako uchovatel hodnoty už přes generace. Je považováno za ochranu proti inflaci, což znamená, když ceny rostou, investoři mohou uložit peníze ve zlatě. Nicméně, během některých období, cena zlata a inflace ukazují přímou závislost, a funkce zlata jako zajištění neplatí. Jak moc může zlato chránit investory proti inflaci tedy zůstává nejasné.

Investovat do zlata je vhodné pro diverzifikaci portfolia. Když ekonomika stagnuje, lidé často panikaří. Když lidé panikaří, rádi investují do prokázaných, hmotných a bezpečnějších instrumentů – tedy zlata a nikoliv do rizikovějších akcií.

Negativní vztah mezi zlatem a úrokovými mírami implikují pozitivní korelaci s cenou dluhopisů, neboť ceny dluhopisů jsou negativně spojeny s výnosy, které poskytují. Zlato je substitutem pro státní dluhopisy, obzvlášť když se výnosy blíží k nule. V takovém prostředí, investoři mohou jednoduše preferovat nákupy zlata než dluhopisů (které vynášejí prakticky nulu).

Cena ropy hraje významnou roli při určování ceny zlata. Jako zlato, ceny ropy jsou určovány v amerických dolarech. Když americký dolar roste, cena dolarově denominovaných aktiv obvykle klesne, jelikož pro investory jiných měn jsou dolarově denominovaná aktiva moc drahá. Protože jsou zlato a ropa dolarově denominovaná aktiva, mají k sobě silnou vazbu. Další důležitou vazbou mezi zlatem a ropou je inflace. Když ceny

ropy stoupá, inflace také roste. Zlato je známé pro dobré zajištění proti inflaci. Hodnota zlata stoupá, pokud inflace roste. Přes 60 % případů, zlato a ropa mají přímý vztah.

V rámci měnové politiky centrální banka reguluje krátkodobé úrokové míry domácí měny, aby ovlivnila inflaci, HDP a zaměstnanost. Protože ceny zlata obvykle rostou, když lidem schází důvěra ve vládu nebo finanční trhy, občas se mu říká krizová komodita. Světové události mají obvykle dopad na cenu zlata, protože je zlato považováno jako zdroj bezpečí uprostřed ekonomického či geopolitického pozdvižení.

V této práci jsme rozebrali řadu faktorů působících na vývoj ceny zlata. U těchto vztahů, které jsme prozkoumali, lze v budoucnu uskutečnit další výzkumné práce.

Seznam použité literatury

Knihy a odborné články

BERNSTEIN, Peter L. Dějiny zlata. Praha: Grada, ©2004. 384 s. ISBN 80-247-0455-2.

JÍLEK, Josef. Finance v globální ekonomice. II, Měnová a kurzová politika. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013. 557 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.

NEUMANN, Pavel, ŽAMBERSKÝ, Pavel a JIRÁNKOVÁ, Martina. Mezinárodní ekonomie. 1. vyd. Praha: Grada, 2010. 159 s. Expert. ISBN 978-80-247-3276-3.

REVENDA, Zbyněk. Peníze a zlato. 2. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2013. 269 s. ISBN 978-80-7261-260-4.

STUDÝNKA, Bohumil a STRUŽ, Jan. Zlato: příběh neobyčejného kovu. 2., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada Publishing, 2014. 344 s. ISBN 978-80-247-5210-5.

VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

Elektronické zdroje

Uses of Gold. KING, Hobart. Geology.com [online]. [cit. 2017-05-15]. Dostupné z: <http://geology.com/minerals/gold/uses-of-gold.shtml>

CHAINANI, Renisha. Factors influencing gold prices. Voice of Search [online]. 2016, 5(1), 4 [cit. 2017-05-15]. DOI: 2277-7733. Dostupné z: http://www.voiceofresearch.org/Doc/Jun-2016/Jun-2016_13.pdf

Jak na TIPS - Treasury Inflation-Protected Securities. Kurzy.cz [online]. 2015 [cit. 2017-05-15]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/zpravy/388133-jak-na-tips-treasury-inflation-protected-securities/>

London Bullion Market Clearing Statistics. London Bullion Market [online]. [cit. 2017-05-15]. Dostupné z: <http://www.lbma.org.uk/clearing-statistics>

Seznam obrázků a tabulek

Obr. 1 Vývoj ceny zlata v čase (USD/trojská unce).....	25
Obr. 2 Cena zlata vs. US Dollar Index	28
Obr. 3 Pětiletá korelace zlata a USD/JPY	29
Obr. 4 Sedmiletá korelace zlata a USD/CHF	30
Obr. 5 Cena zlata vs. míra inflace 2004-2017 (USA)	31
Obr. 6 Cena zlata vs. cena ropy	33