

**Masarykova univerzita
Ekonomicko-správní fakulta
Katedra financí
a
Plodinová burza Brno**



NOVÉ OBCHODOVATELNÉ KOMODITY A JEJICH VYUŽITÍ

SBORNÍK PŘÍSPĚVKŮ ZE 7. MEZINÁRODNÍ VĚDECKÉ KONFERENCE

20. 6. - 21. 6. 2007

BRNO

Česká republika

Recenzent: Prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

Editor sborníku: Mgr. Petr Červinek, Prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc., Ing. Jan Krajíček

Technická spolupráce: Mgr. Petr Červinek

© Masarykova univerzita, 2007

ISBN 978-80-210-4432-6

Obsah

Úvodní slovo garantů konference	4
Bečvářová - Vliv globalizace na vývoj v agrárním sektoru.....	6
Mládek, Boudný - Současná situace na trhu (obilovin) zejména pšenice.....	16
Moravec - Nové obchodovatelné komodity a jejich využití.....	26
Rejnuš - Soudobý význam komodit při vytváření nových druhů finančních investičních instrumentů (strukturovaných produktů).....	35
Zdráhal - Komparace velikostní struktury zemědělských podniků ČR a EU.....	43
Konečný - Soudobé trendy vývoje komoditních burz ve světové ekonomice.....	53
Šikulová, Mokrička - Investování na komoditním trhu	61
Atiya ALjbiri, Abdulrahman Shnib - Opportunities and Challenges Facing Libya to Establish Commodity Exchange Market	66
Valová - Strukturované produkty - nová příležitost pro investory	77
Vološinová - Obchodovanie na komoditných trhoch	87

ÚVODNÍ SLOVO GARANTŮ KONFERENCE

Mezinárodní vědecká konference nazvaná „Nové obchodovatelné komodity a jejich využití“, konaná v roce 2007 na Ekonomicko-správní fakultě Masarykovy univerzity byla v pořadí již sedmou konferencí zaměřenou na problematiku komoditního burzovníctví. Svou obsahovou náplní a skladbou přednesených příspěvků logicky navázala na konference předchozí, přičemž jejím základním posláním bylo stejně jako v minulých letech podpořit další vývoj komoditního burzovníctví v České republice se zvláštním zaměřením na problematiku burzovního obchodování zemědělských komodit.

Význam komoditního burzovníctví v České republice po vstupu do Evropské unie významně vzrostl, čímž samozřejmě vzrostl i význam obchodování zemědělských komodit. Tomu ovšem stále neodpovídá úroveň burzovního obchodování, jež zatím stále značně zaostává za mnoha okolními zeměmi. To se nepříznivě projevuje jak v odbytu jednotlivých komodit, tak i ve způsobech financování jejich výrobců. A právě proto jsou pravidelně konané konference tohoto odborného zaměření významné jak aktuálností zde řešených témat, tak i tím, že na nich dochází ke stále širším stykům se zahraničními subjekty, jakož i k navazování styků akademických pracovníků českých resp. zahraničních univerzit s managementy zemědělských a obchodních organizací, resp. s širokou odbornou veřejností.

Organizátoři proto děkují za účast, příspěvky a podnětnou diskusi všem jejím účastníkům, přičemž chtějí zároveň vyslovit předpoklad, že v roce 2008 zorganizují další, již 8. konferenci tohoto odborného zaměření.

Prof. Ing. Oldřich REJNUŠ, CSc.
za ESF Masarykovy univerzity

Ing. Karel ZEZULA
za Plodinovou burzu Brno

MEZINÁRODNÍ PROGRAMOVÝ VÝBOR KONFERENCE

Předseda: Ing. František Kalouda, CSc., MBA
vedoucí Katedry financí ESF MU

Členové: prof. Dr. Dirk Kaiser – FHS Bochum
prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc. – ESF MU
doc. Ing. Eva Horvátová, CSc. – NHF EU Bratislava
doc. Ing. Eva Kafková, PhD. – PHF Košice
doc. Ing. Martin Svoboda, Ph.D. – ESF MU
Ing. Boris Šturm, CSc. – NHF EU Bratislava
Ing. Jiří Baumruker – burzovní komisař MZe
Mgr. Petr Červínek – ESF MU
Ing. František Davídek – ministerský rada MPO
Ing. Stanislav Juránek – hejtman Jmk
Ing. Jan Krajíček – ESF MU
Ing. Ladislav Svoboda – předseda burzovní komory PBB
Ing. Darina Vološinová – PHF Košice
Ing. Karel Zezula – generální sekretář PBB

ORGANIZAČNÍ VÝBOR KONFERENCE

Předseda: Ing. Jan Krajíček
Členové: Ing. Ivana Bibzová
Mgr. Petr Červínek
Ing. Gabriela Oškrdalová
Ing. Miroslava Šikulová
Ing. Petr Valouch

VLIV GLOBALIZACE NA VÝVOJ V AGRÁRNÍM SEKTORU

Věra Bečvářová

K nejvýraznějším procesům, které dnes ovlivňují nejen světovou ekonomiku, ale do značné míry celou světovou civilizaci, patří globalizace. I když se s tímto pojmem setkáváme především v souvislosti se vznikem a posilováním pozice transnacionálních společností, výrobních struktur a distribučních systémů na bázi celosvětových řetězců a sítí, samotné procesy, charakterizované *pojmem globalizace* se týkají *nejen ekonomických, ale i politických, sociálních a kulturních změn ve společnosti.*

Je tedy synonymem pro řadu kvalitativních změn ve společnosti, kdy velmi rychle narůstá vzájemná závislost jednotlivých subjektů mezinárodních vztahů překračující dimenze systémů a pravidel původně tvořených národními státy. Přitom se do značné míry jedná o spontánní, neřízený proces, který přesahuje historické územní hranice států i jednotlivých částí světa a vede k vzájemné integraci některých společností na vyšší, globální úrovni.

Vzhledem k tomu, že tento pojem se nevztahuje ke konkrétnímu objektu, ale k rozsáhlému společenskému procesu, je jeho zachycení pomocí definice poměrně obtížné. V této souvislosti lze nalézt řadu definicí, vztahujících se k jednotlivým dimenzím tohoto procesu: ekonomické, společensko-politické a sociologické.

- a) Poměrně pregnantně a srozumitelně je vysvětlován pojem globalizace v jeho *ekonomické dimenzi*. Globalizace je zde chápána jako ekonomická mezinárodní integrace, která se projevuje prostřednictvím vzniku a rozšiřování sítí světového kapitálu, mezinárodního obchodu a standardizace světa. Současně je spojována s těmi institucemi, které proces globalizace podporují, jako jsou *Světová banka* (World Bank, WB), *Mezinárodní měnový fond* (International Monetary Fund, IMF), *Světová obchodní organizace* (World Trade Organisation, WTO). V těchto souvislostech jsou užívány definice zaměřené především na ekonomickou stránku těchto procesů. Kupř. podle definice IMF je globalizace chápána jako *rostoucí ekonomická vzájemná závislost zemí ve světovém měřítku v důsledku rostoucího objemu a druhu přeshraničních transakcí zboží a služeb a toku mezinárodního kapitálu, jakož i rychlejšího a rozsáhlejšího šíření technologií.*
- b) Poněkud širší definici nabízejí *společensko-politické vědy*. Globalizace je zde chápána v širších souvislostech a nabízí řadu definicí. Např. podle tzv. *Indexu globalizace*¹, který vydává *Světový magazín zahraniční politiky*, jsou hodnoceny čtyři oblasti, vztahující se k tomuto procesu a to:
 - ✓ politická angažovanost
 - ✓ úroveň technologií
 - ✓ formy a rozvoj osobních kontaktů
 - ✓ stupeň hospodářské integrace
- c) *Sociologická dimenze* se zaměřuje na společenskou a kulturní oblast vývoje. Přes řadu diskusí, probíhajících v této oblasti, lze se opřít o jednu z prvních definicí formulovaných již v roce 1992 *Robertsonem*, který globalizaci charakterizoval v rámci tzv. čtyř klíčových bodů, a to snižování vlivu národních států, rozvoj mezinárodního společenského systému, růst individualismu a filosofie jediné lidské společnosti. Globalizace v tomto pojetí je chápána jako „sevření“ světa jako celku. Jako proces, ve kterém se svět stává jediným

¹ Podle tohoto indexu se mezi prvními deseti z 62 analyzovaných zemí nachází celkem 8 zemí Evropy, a to Irsko, Švýcarsko, Švédsko, Velká Británie, Holandsko, Dánsko, Rakousko a Finsko. USA jsou na jedenáctém místě, Francie na dvanáctém a Německo na sedmnáctém místě.

místem pro společný vývoj populace. Obdobnou definici podává např. *Albrow* (1993), který charakterizuje globalizaci jako proces, jehož prostřednictvím se lidstvo na celém světě spojuje do jediné společnosti. Současně však zdůrazňuje, že se jedná o takovou formu transformace světové společnosti, jejíž konečné cíle v zásadě nelze předvídat ani přesně definovat.

Z výše uvedeného je zřejmé, že *globalizaci obecně lze chápat jako proces, ve kterém se snižuje vliv zeměpisných vzdáleností při vytváření mezinárodních ekonomických, politických, společenských a kulturních vztahů*. Tento proces v současném období dosahuje takové intenzity a vyvolává tak zásadní změny dříve existujících vztahů, že vytváří kvalitativně nové společenské prostředí a ovlivňuje tak chování i reakce lidí v pozitivním i negativním slova smyslu.

Je nesporné, že především díky novým komunikačním technologiím jsou překonávány problémy vzdáleností a zvyšují se možnosti spolupráce mezi jednotlivými částmi světa. Jako nesporné pozitivum jsou hodnoceny příležitosti rozvoje ve všech částech světa dané možností bezprostředního přístupu lidí k novým technologiím, strategiím, postupům a znalostem. Současně však dochází k významné podpoře prosazování ekonomických strategií a politik rozhodujících hráčů na světových trzích a posiluje se jejich ekonomický i politický vliv v podstatně širších dimenzích. Procesy globalizace tedy logicky vyvolávají i obavy, a to nejen ze strany potenciálních konkurentů, ale do značné míry i vlád jednotlivých států a ekonomických uskupení.

I když tyto procesy pronikají celou strukturou společnosti, jejich vliv je zpravidla prvotně vnímám *prostřednictvím změn v ekonomice* a v jednotlivých hospodářských sektorech. Jejich vliv lze odvozovat z řady projevů. Jedním z nich je kupř. sílící tlak na odstranění obchodních bariér, které by podpořilo další růst světového obchodu, umožnilo nové formy rozšiřování a integrace trhů přesahující rozměry zemí, regionů i světadílů. Týká se rozvoje a účinků technologických inovací, stojí za změnami ve struktuře i spektru poptávky po finálních výrobcích a s nimi spojenou tvorbou i participací na užití přidané hodnoty mezi chudší a bohatší částí světa. Přes řadu výhrad procesy globalizace trhů obecně s sebou skutečně přinášejí řadu změn, které by měly mít ve svých důsledcích pozitivní vliv na rozvoj ekonomiky ve všech částech světa, neboť:

- ✓ *expanze na větší trh* podporuje diferenciaci výrobců, vede k regionálním přesunům výrobních kapacit a k růstu výroby u těch nejefektivnějších subjektů, tím urychluje specializaci a s ní spojené možnosti dosažení úspor z rozsahu; současně se zvyšuje potenciál i návratnost vkladů při využití inovací,
- ✓ *zvýšení konkurence* na rozsáhlejších (vnitřním/společném) trhu umožňuje zlepšit alokaci výrobních faktorů směrem k (nej)efektivnějším činnostem a subjektům; tím se vytvářejí i lepší východiska pro růst konkurenceschopnosti na světovém trhu,
- ✓ větší společný trh a rostoucí konkurence vyžaduje, ale současně i umožňuje *rychlejší vědeckotechnický rozvoj*, vývoj nových výrobků, procesů, technologií a postupů prostřednictvím společného (mezinárodně propojeného) výzkumu jeho bezprostřední aplikace v praxi ve všech národních ekonomikách zapojených do tohoto trhu.

Za předpokladu fungujících dokonale konkurenčních vztahů by tedy otevírání trhu a odstraňování obchodních bariér mělo ve svých důsledcích *vést k růstu výkonnosti ekonomik*, ke zvyšování produktivity faktorů a k růstu efektivnosti. Tím by současně vytvářel podmínky pro pokles resp. stabilitu cen zboží a služeb a zvyšoval blahobyt spotřebitelů.

Na druhé straně však sílí obavy z důsledků globalizace, zejména z nekontrolovatelného transferu finančního kapitálu, který je několikanásobně vyšší než objem obchodovaného

zboží². Je upozorňováno na růst rizika ekonomických kolapsů v různých částech světa. Otázky vyvolávají i dopady takto vyvolaných restrukturalizačních změn na zaměstnanost obyvatel v konkrétních regionech. Výrazná specializace spojená s orientací na nejefektivnější činnosti, v řadě případů založené právě na exploataci přístupných přírodních zdrojů, zvyšuje se rizika ohrožení životního prostředí a udržitelného rozvoje. Skutečnost, že otevírání ekonomiky umožňuje vstup zahraniční konkurence, tedy vyvolává nejen obavy, ale v praxi často vede k likvidaci řady provozů a tradičních výrob, které mohou podstatně zvýšit zranitelnost hospodářství a jeho závislost na vnějších partnerech. Diskutují se rizika narušení makroekonomické stability jednotlivých států³.

Tyto vlivy se logicky promítají i do vývoje trhů potravin a výrobků ze surovin zemědělského původu, týkají se celého segmentu ekonomiky zabývajícího se výrobou, zpracováním, distribucí a realizací těchto produktů a služeb. Přistupuje k nim i řada dalších argumentů, spojených se specifiky zemědělství a jeho úlohou ve vývoji společnosti. Na jedné straně dochází ke změnám ve vnímání úlohy zemědělství od původně „produkční“ úlohy až po dnešní multifunkční pojetí uznávající mimoprodukční přínos zemědělství pro zachování podmínek existence samotné lidské společnosti, na druhé straně se prosazují teze o „klesající významnosti“ zemědělské prvovýroby v rámci ekonomiky vycházející zpravidla z údajů o klesajícím či zanedbatelném podílu tohoto odvětví na tvorbě hrubého domácího produktu hospodářsky vyspělých i tranzitivních ekonomik. Jsou spojovány s řešením podpory zemědělství v rámci redistribučních procesů, stávají se argumentem ve sporech o strategii agrárních politik a s nimi spojených nástrojů a forem redistribuce nemalých finančních prostředků plynoucích do podpory zemědělských podniků.

Projevy globalizace v agrárním sektoru

Nejen uznání podmíněnosti vzájemných vazeb produkční a mimoprodukční úlohy zemědělství, dnes zpravidla využívané jako rozhodující argument pro zdůvodňování úrovně a forem ekonomické podpory v agrárních politikách, ale právě změny ekonomického prostředí vyžadují objektivizaci ve vymezení role zemědělství a předpokladů jeho dalšího rozvoje v rámci globalizující se ekonomiky.

Rozvoj a rozměr produkční dimenze zemědělství jsou dnes podmíněny nejen efektivností užití faktorů, a to v rozsahu přesahujícím původní úzké vymezení zemědělství jako rozhodujícího odvětví výroby potravin, ale i úspěšností v celém systému výroby a realizace finálních výrobků zemědělského původu. Zřejmý je vliv globalizace na rozšiřování relevantních trhů, méně transparentní již bývají další projevy i důsledky těchto procesů spojené se zapojováním dalších odvětví a aktivit bezprostředně či zprostředkovaně spojených s procesy výroby a distribuce potravin a dalších produktů a služeb zemědělského původu. Zemědělská prvovýroba se v posledních desetiletích *de facto* stává součástí podstatně širšího segmentu ekonomiky zahrnujících jak předvýrobní fáze, tak i celou škálu subjektů a aktivit zaměřených na zpracování, distribuci a realizaci produktů zemědělského původu.

Jedná se převážně o odvětví s odlišnou tržní strukturou působící mj. i na změny proporcí a sil v rámci formování vztahů, priorit a podmínek světového agrárního trhu, provázené přesunem silového těžiště zpravidla na finalizující články zpracování a distribuce v celých potravinových řetězcích. Tyto procesy ovlivňují a (de)formují konkurenční prostředí jak

² Podle údajů Světové banky za posledních 20 let rostl reálný objem zboží a služeb ve světovém měřítku průměrně o 2,5 % ročně, mezinárodní obchod o 5 % ročně, bankovní úvěry o 10 %, transakce s cennými papíry o 20 % a některé moderní nástroje kapitálového trhu (deriváty a futures) až o 40 % ročně.

³ O tyto argumenty se opírají především zastánci protekcionismu v mezinárodním obchodě obecně a v zemědělství a agrárním sektoru zvláště.

zpracovatelských, tak i zemědělských podniků a jejich prostřednictvím i podmínky rozvoje celých venkovských regionů.

Projevy globalizace v tomto segmentu ekonomiky, lze stručně charakterizovat takto⁴:

- ✓ nabídka zemědělských produktů je formována na základě vyhodnocení vzájemných interakcí nabídky a poptávky a vazeb v celém řetězci agrobiznysu, přičemž finální poptávka má rozhodující vliv na množství a strukturu výroby i dodávek v čase a prostoru,
- ✓ do toku potravin a zemědělských produktů zasahuje celá škála firem a organizací často nezemědělského charakteru, globálních sítí, soukromých společností i veřejných subjektů, které se podílejí na identifikaci i ovlivnění konkrétních požadavků spotřebitelů a spotřebitelských segmentů,
- ✓ dochází k integraci potravinového hospodářství ve světě, klesá vliv ochrany vnitřních potravinových trhů jednotlivých států obchodními bariérami; agrární trhy se liberalizují,
- ✓ zájem spotřebitelů je zaměřen na hodnotu potravin (kvalita za nízké ceny) i na sortiment,
- ✓ roste poptávka po potravinách s vysokou přidanou hodnotou, jako jsou kuchyňsky upravené, kozervované, zmrazené a dehydratované výrobky; obchody nabízející tento typ potravin se stávají vůdčími, rozhodujícími v maloobchodě a určují model obchodu v konkrétním potravinovém řetězci,
- ✓ posilují se kritéria ochrany spotřebitelů ve vztahu ke kvalitě potravin z hlediska péče o zdraví, potravinovou bezpečnost, bio-terorismus, identifikaci původu potravinových zdrojů,
- ✓ prosazuje se konsolidace firem ve všech segmentech potravinového řetězce, která využívá přínosů z rozsahu, prohlubuje se kontrola a koordinace navazujících činností, ve vzájemných vazbách se uplatňuje e-commerce, forwardové kontrakty apod.,
- ✓ konkurence dostává podobu soutěžení celých komoditních vertikál na příslušném segmentu potravinového trhu.

Celý komplex výroby potravin a nepotravinářského využití zemědělské produkce se začíná profilovat *novým ekonomickým modelem*. Zemědělství se *de facto* stává součástí podstatně širšího segmentu ekonomiky. Neexistuje a nefunguje samostatně, má řadu podstatných interakcí s ostatními částmi národních i světové ekonomiky, které podléhají složitým ekonomickým vztahům v rámci daleko širšího komplexu odvětví vzájemně propojených v rámci *agrobiznysu*.

Změny podnikatelského prostředí a předpoklady úspěchu podniků prvovýroby

Agrobiznys, ať již je nebo není dosud plně akceptován ve strukturální a agrární politice jednotlivých zemí či nadnárodních uskupení, mění kritéria i tradiční hodnocení technicko – ekonomické efektivnosti zemědělských podniků i přístupy k uplatnění zemědělských soustav hospodaření. (Boehlje, 2002, Dunne, 2002, Sonka, 1999, Shroder a Mavondo, 1995). Rovněž výsledky našeho výzkumu v podmínkách ČR (Bečvářová, 2004, 2005, Bečvářová a Vinohradský 2004, Bečvářová, Lechanová, 2006) vedou k závěru, že právě proces formování agrobiznysu mění předpoklady konkurenceschopnosti včetně podmínek tvorby důchodových zdrojů zemědělského podniku vyplývající z participace na tvorbě přidané hodnoty v rámci celých komoditních potravinových řetězců.

⁴ Podrobněji k této problematice. Bečvářová, V. *Agrární sektor v podmínkách nové ekonomiky* (2004) a *Podstata a ekonomické souvislosti formování agrobiznysu* (2005)

Podstatu změn podnikatelského prostředí determinovaných přechodem od nabídkově orientovaných modelů tradičního zemědělství na poptávkově orientované typy tržních vztahů v agrobyznysu, a z nich odvozené podmínky, předpoklady a rozhodující faktory úspěšnosti zemědělských podniků, lze obecně vymezit a dokumentovat na základě porovnání charakteristik obou modelů, tj. tradičního zemědělství a nové koncepce v produkčních i environmentálních souvislostech v tabulce č. 1

Tab. č. 1: Charakteristika změn vyplývajících z koncepce nabídkově a poptávkově koncipovaných modelů zemědělství

zpracováno podle *Boehlje, Hofinga a Schroedera 2001*

Charakteristiky	Tradiční koncepce nabídkově orientovaný model	Nová koncepce poptávkově orientovaný model
přístup k zemědělství	zemědělství je zemědělská výroba	zeměd. je součást výroby potravin
charakter výstupu	komodita jako konečný výrobek	komodita jako surovina
struktura produkce	hlavní typické plodiny a produkty ŽV	žádané/popt. plodiny a produkty ŽV
determinující faktor výroby	výrobní podmínky, půda, kapitál	požadavky zákazníka
základ konkurenční výhody	kvalita půdy, technologie, stavby	lidé, znalosti, strategie, organizace
volba zaměření výroby	universální struktura dle dostupnosti výrobních faktorů a vstupů	specializace na konkrétní/ žádanou surovinu
vztah k majetku	vlastnictví aktiv	kontrola aktiv
rozhodující předpoklad úspěchu	kapitál v peněžní a naturální formě	znalosti a informace
vztah k pracovní síle	PS je náklad a součást investice	PS je investice a součást nákladů
typ obchodu	prodává produkt a předává službu	prodává službu a předává produkt
charakteristika trhu	neosobní vztahy / otevřené trhy	osobní kontakty na bázi kontraktů
typ vztahů s dodavateli a odběrateli	převážně adversní	korektní, přátelské
nákup vstupů	velké množství různých dodavatelů	nákup zpravidla od jednoho zdroje
vlastní výroba vstupů	velmi silná tendence	nákup od dodavatelů
vztah k ceně nabídky produktu	jednoznačně tlak na zvyšování ceny	preferenze snižování nákladů
rozhodující druh rizika	riziko selhání trhu (ceny)	riziko selhání vztahů
postavení v systému	nezávislost	interakce s partnery
charakteristika podnikání	stabilita	změna, flexibilita
znalosti podmiňující úspěch	technické	ekonomické a komunikační
přístup k zemědělství	zkušenostní, na základě tradice	učící se, inovativní
vztah k přírodním zdrojům	využívání a čerpání	užívání a ochrana
filosofie výroby	výroba zboží a likvidace odpadu	výroba zboží a využití odpadu

Přesto, že některé z charakteristik by vyžadovaly hlubší uvedení souvislostí a že zdaleka ne všechny z nich konvenují oficiálním dokumentům a koncepcím v rámci dnešního evropského modelu, je třeba respektovat skutečnost, že rozvoj zemědělství je ve stále větší míře determinován rozvojem ostatních odvětví a sektorů nejen v rámci národní ekonomiky, ale i v mezinárodním kontextu, což významně mění i kriteria konkurenceschopnosti a podmínky dalšího rozvoje zemědělských podniků.

Prosazování spotřebitelského pohledu pak může být různě interpretováno prostřednictvím obchodní politiky rozhodujících subjektů finálních fází a promítá se i ve vývoji výrobní struktury zemědělství v daném regionu. Limitující podmínkou se totiž stává především úspěšnost v uplatnění suroviny zemědělského původu na finálním trhu potravin. Analýzy ekonomického prostředí agrobyznysu odhalují nové souvislosti, které určují a do budoucna budou určovat úspěšnost konkrétních subjektů na trzích v celých komoditních řetězcích.

Do naturálních i hodnototvorných toků v současném agrobyznysu totiž zasahuje celá škála firem nezemědělského charakteru, často již globálních sítí, soukromých společností i veřejných agentur, které se podílejí na identifikaci konkrétních požadavků spotřebitelů a spotřebitelských segmentů. Roste závislost výrobců a zpracovatelů surovin na vyšších

stupních finalizace včetně přenosu rizika a prosazování tržní síly v potravinových vertikálách při výrazné komoditní i územní diferenciaci. Tím se mění proporce i podmínky přístupu a podílu jednotlivých článků komoditního řetězce na vytvořené přidané hodnotě realizované ve finálním výrobku. Zkoumání ekonomické efektivity *potravinového hospodářství v globálním pojetí agrobyznysu* musí tedy vycházet z *dynamického pojetí konkurenční výhody celého systému*. Ta je měřena nejen výsledkem konkrétního subjektu na trhu charakteristickém pro obchodování s produktem v dané fázi zhodnocení výchozí suroviny v rámci komoditních potravinových řetězců, ale i přínosem vyplývajícím z propojení a vzájemných vztahů subjektů, které se na vývoji, výrobě, zpracování a distribuci potravin v rámci celého procesu podílejí a to včetně možností úspory *transakčních nákladů* příslušných komoditních řetězců.

V rámci konkrétního regionu je pak pro zemědělský podnik důležitá vazba a zejména *efektivnost bezprostředně navazujícího článku zpracování jeho produkce*, tj. dosud zpravidla podniku potravinářského průmyslu, který svou konkurenceschopností, v této souvislosti především úspěšností zapojení v příslušné komoditní vertikále a volbou dodavatele výchozí suroviny konkretizuje poptávku na trhu zemědělských výrobků. Úspěšnost této interakce se stává jedním z rozhodujících faktorů ovlivňujícím strukturu i rozsah zemědělské výroby v konkrétním regionu ať již zpracovatel je či není v tomto regionu lokalizován. Zatímco příslušnost k regionu u podniků prvovýroby je zpravidla daná polohou obhospodařované půdy, ve vztahu k navazujícím článkům komoditních vertikál již regionální hledisko ustupuje do pozadí (a to i v případě vztahů s podniky první fáze zpracování) rozhodující se stávají ekonomické podmínky a zajištění vazby mezi výrobcem a zpracovatelem v širším kontextu relevantního trhu.

Vliv tržní struktury agrobyznysu (i při dosud nedostatečném respektování tohoto přístupu v Evropském pojetí⁵) podstatně narůstá, neboť rozhodujícím vztahem ovlivňujícím podmínky v celé škále na sebe navazujících agrárních trhů se *stává skutečně poptávka*. Při trvalejším přebytku nabídky, který je typický pro většinu zemědělských komodit v Evropě, posiluje riziko a umožňuje zneužití tržní síly odběratele. Současně však v řadě případů zpomaluje procesy koordinace činností spojené s omezováním transakčních nákladů v komoditním řetězci a stává se dalším z faktorů nedokonalého přenosu poptávky v sekvenci agrárních trhů od spotřebitele až k zemědělským výrobcům.

Oddělené chápání a hodnocení cílů jednotlivých článků i fází výroby potravin tak vede v praxi k *adversnímu chování obchodních partnerů*, které při nesystémovém řešení odhaluje z krátkodobého hlediska především negativa této tržní struktury umožňuje realizaci tržní síly projevující se kupř. nedokonalou cenovou transmisí v komoditních vertikálách (viz. *Lechanová, 2005*). Ve vztahu k podnikům zemědělské prvovýroby (na trhu zemědělských výrobků) se jedná zpravidla o působení monopsonu zpracovatelského průmyslu,

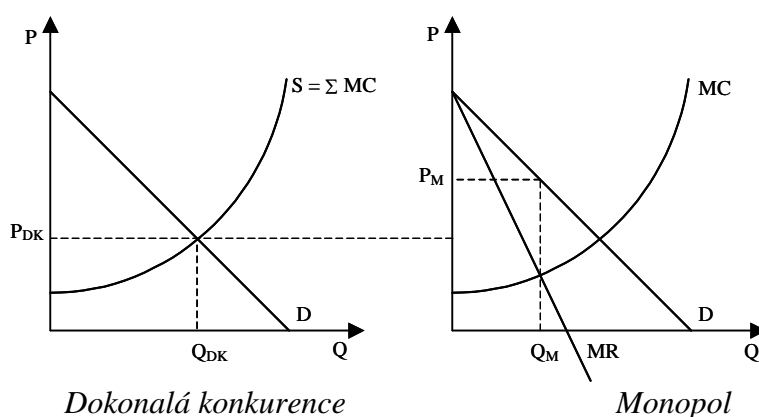
⁵ *Evropské pojetí* až na výjimky (Holandsko, Francie, v posledním období i Velké Británie) setrvává spíše na tradičním přístupu, na odděleném hodnocení vývoje a výsledků zemědělství, potravinářského průmyslu, obchodu i odvětví vstupů jako samostatného, separátního problému (včetně vymezení rozdílných cílů a jejich odrazu v hospodářské politice). V zásadě neuvažuje se vzájemně se podmiňujícími vazbami v celém procesu výroby a zajištění potravin. Tím nepřesně definuje cílové chování článků tohoto systému i kritérium konkurenceschopnosti. Kupř. *zemědělství jako samostatný objekt regulace se spíše vztahuje k produkci zemědělských komodit než ke konečnému výrobku - potravíně*. Rovněž *oddělené hodnocení potravinářského průmyslu vyvolává dojem, že konečný produkt (potravina prodávaná spotřebiteli) není cílovým výstupem odvětví, která ze zemědělských surovin polotovary pro potravinářskou výrobu a samotné potraviny vyrábějí*.

zprostředkovaně ovlivněné vztahem potravinářského průmyslu a obchodu. Ve vztahu potravinářských podniků a obchodu (na potravinovém trhu) již v současných podmínkách převažuje omezený monopol resp. bilaterální oligopol. Nedokonalá konkurence je typická i pro trhy vstupů, kde lze identifikovat vliv a tržní sílu ze strany monopolu/oligopolu dodavatelských odvětví (*podrobněji Bečvářová, 2005*).

Z hlediska zemědělských podniků jako dodavatelů suroviny se jako klíčový jeví vliv nedokonalé konkurence na trhu potravinářských výrobků v podmínkách omezeného monopolu resp. bilaterálního monopolu/ oligopolu, který se promítá v nedokonalém přenosu (odvozené) poptávky na trhu zemědělských výrobků. Snaha o eliminaci monopsonu zpracovatelů se často projevuje ve snaze o zabezpečování finalizace zemědělských produktů přímo v zemědělském podniku, Využívána je argumentace, že tímto krokem dochází k posílení konkurence (obnovu quasi dokonale konkurenčního prostředí) na této úrovni vertikály, což by mělo zvyšovat podíl zemědělců na spotřebitelské ceně finálního výrobku. Je to však skutečně to nejlepší řešení ?

Kritika nedokonalé konkurence totiž vychází zpravidla z kritiky vlivu monopolního postavení na neefektivní alokaci zdrojů, založené na analýze přebytků výrobce a spotřebitele, což lze schematicky znázornit pomocí grafů na obrázku č. 1.

Obr. č. 1 Přebytek výrobce a spotřebitele v podmínkách dokonalé a nedokonalé konkurence

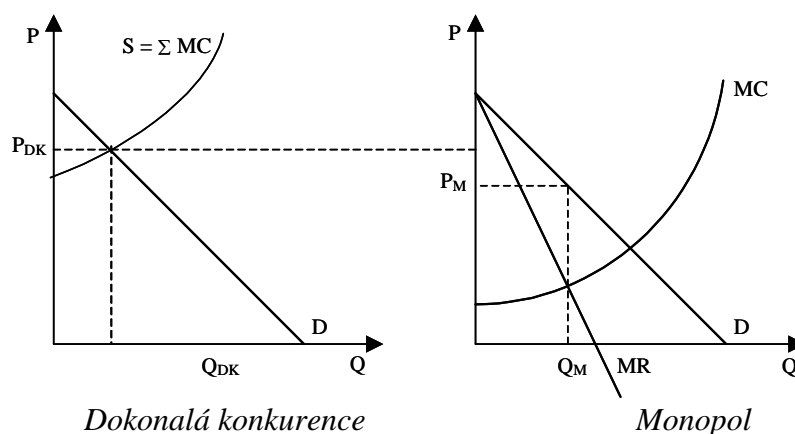


V podmínkách dokonalé konkurence je nabídková křivka odvětví S rovna součtu křivek mezních nákladů MC všech firem nabízejících svou produkci na trhu, v případě monopolu odpovídá nabídková křivka křivce monopolní firmy. Poptávka po produkci D je daná a odpovídá v obou případech dokonalé konkurenci na této straně trhu. Výsledkem této analýzy je závěr, že v případě dokonale konkurenčního prostředí je tržní cena P_{DK} nižší než monopolní cena P_M a obdobně je tomu při porovnávání množství produkce dodávané na trh kdy Q_{DK} je větší než Q_M . Přebytek spotřebitele je v těchto podmínkách vyšší v případě dokonalé konkurence v porovnání s obdobnými vztahy při působení monopolu a naopak přebytek výrobce je v případě monopolu vyšší na úkor přebytku spotřebitele. Navíc jsou zde další ztráty přebytku z titulu neefektivnosti výroby monopolisty při výrobě s náklady nad úroveň průměrných minimálních nákladů.

Tento přístup však nepočítá s efektem úspor z rozsahu, otevírajících možnost efektivnějšího využití technologických inovací a výhodnější alokace zdrojů, což s sebou koncentrace výroby a dalších činností zpravidla přináší. Argumentace vychází z předpokladu, že v obou případech existují shodné nákladové křivky. V koncentrovaných odvětvích zapojených v agrobiznisu jsou však dosahovány úspory z rozsahu založené na hromadné, sériové výrobě a nových technologiích, které nelze plně realizovat v podmínkách dokonalé konkurence u velkého

počtu malých podniků. Vyšší je rovněž produktivita faktorů umožněná modernizací výroby a rychlejším uplatňováním výsledků výzkumu a vývoje právě v kapitálově silných velkých firmách, které racionalizují výrobní proces i další obslužné činnosti a prosazují svou pozici především snižováním transakčních nákladů při dokonalejší koordinaci činností v rámci celé komoditní vertikály (resp. jejích rozhodujících článků). V praxi potom dochází k situaci, kterou znázorňuje obrázek č.2

Obr. č. 2 Přebytek výrobce a spotřebitele při promítnutí úspor z rozsahu



Za daných podmínek se nákladová křivka dokonale konkurenčního odvětví v porovnání s koncentrovaným odvětvím posunuje doleva, tržní cena produkce P_{DK} je vyšší než tržní cena P_M , naopak dodávané množství Q_{DK} je nižší než množství produkce Q_M . Přebytek spotřebitele i výrobce v dokonalé konkurenci jsou za těchto podmínek nižší než v případě monopolu. Z toho vyplývá, že v nedokonalé konkurenčním prostředí by koneční spotřebitelé teoreticky měli realizovat vyšší užitek ze spotřeby než by byl schopen zajistit dokonale konkurenční trh. Současně by se měly projevit i přínosy z efektivnější koordinace činností v rámci celých vertikál. V této souvislosti se jako varianta pro zlepšení pozice zemědělských výrobců v dané tržní struktuře (zejména ve fázi, kdy posiluje monopolní nebo oligopolní postavení odběratelů zemědělské produkce na komoditních trzích) jeví spíše varianta zvyšování koncentrace i na úrovni prvovýroby. To nemusí nutně znamenat zvyšování výměry jednotlivých zemědělských podniků nebo zvyšování koncentrace jejich živočišné výroby. Vhodným byť ne dlouhodobým řešením může být v dané fázi sdružování výrobců do různých podob odbytových družstev, která podporují zlepšení vyjednávací pozice ve vztazích se zpracovateli, podniky potravinářského průmyslu a obchodu na komoditních trzích.

Z hlediska dlouhodobější koncepce je však třeba reagovat na vývoj v celém agrobyznysu, kdy procesy konsolidace dále mění tržní strukturu i postavení jednotlivých článků na dosud oddělených trzích příslušných komoditních vertikál. Prosadit se v konkurenci na trhu potravin se v blízké budoucnosti bude týkat již efektivnosti fungování celých řetězců výroby potravin (všech článků příslušné komoditní vertikály) včetně rostoucích nároků na koordinaci činností zapojených v rámci komoditních vertikál.

Závěr

Je nesporné, že vývoj v agrobyznysu i přes existující regulační zásahy a rozdílnou úroveň právního prostředí obecně zřejmě povede ke dalšímu zvyšování závislosti zemědělských podniků na navazujících článcích komoditních řetězců včetně přenosu rizika a prosazování tržní síly v celé škále vzájemně propojených trhů.

Lze rovněž očekávat zvětšování relevantních trhů provázené překonáváním regionální vymezenosti již v interakcích prvovýroby, nákupu a první fáze zpracování zemědělských produktů. I když je tento vývoj v Evropě převážně hodnocen především jako důsledek koncentrace podniků obchodu, procesy konsolidace dnes probíhají především v oborech potravinářském průmyslu. Perspektivní podniky tohoto článku vertikály v zájmu posílení svého vlivu a udržení konkurenční výhody na trzích potravinářských výrobků vyhledávají a preferují ty dodavatele zemědělských výrobků, kteří nabízejí trvalé dodávky relativně velkých šarží zemědělských produktů vyrovnané kvality a cenově dostupné suroviny.

Reagovat na tyto změny v zemědělství znamená přizpůsobit se novému prostředí, hledat propojení s těmito články komoditních/potravinových vertikál a koordinovat výrobní zaměření především s ohledem na možnosti trvalejšího odbytu zpravidla u většiny komodit přesahující dosavadní hranice regionu. Klíčem ke schopnosti obstát v konkurenci při převaze nabídky na evropském trhu zemědělských výrobků se při pokračující liberalizaci trhu nutně stává především snižování jednotkových nákladů produkce, tedy intenzita výroby umožňující pozitivně reagovat na cenové podmínky a garantovat přínosy ke snižování transakčních nákladů v rámci zapojení do komoditních řetězců.

Přesto, že zemědělské podniky jsou v současné fázi vývoje do značné míry limitovány regulačními mechanismy postupně se reformující společné zemědělské politiky EU, neměly by hrát vzhledem k prostředí pouze pasivní roli příjemců přicházejících změn. Právě v souvislosti s určitou decentralizací ve výběru a směřování ekonomických nástrojů v rámci koncepce přímých plateb a jednotlivých os fondu strukturálního rozvoje by měly být výrobci (i zpracovatelé) podpořeni takovými nástroji, které umožní využívat jedinečnosti znalostí a dostupných možností pro tvorbu dlouhodobější konkurenční výhody anticipující změny podnikatelského prostředí.

Příspěvek byl zpracován v rámci Výzkumného záměru PEF MZLU MSM 6215648904 Česká ekonomika v procesech integrace a globalizace a vývoj agrárního sektoru a sektoru služeb v nových podmínkách integrovaného agrárního trhu jako součást řešení Tématického směru 04 Vývojové tendence agrobusinessu, formování segmentovaných trhů v rámci komoditních řetězců a potravinových sítí v procesech integrace a globalizace a změny agrární politiky.

Literatura

AGHION, P, et al. Empirical estimates of the relationship between product market competition and innovation, *mimeo graph*, 2001, 45 pp

BEČVÁŘOVÁ, V. The changes of the agribusiness impact on the competitive environment of agricultural enterprises. In. *Agricultural Economics* 10, Vol. 48. Praha, 2002, s. 449-455, ISSN 0139-570X

BEČVÁŘOVÁ, V. Agrobiznys mění koncepci i kriteria úspěchu zemědělských podniků In. *Agrární perspektivy XII* Sborník z mezinárodní vědecké konference. Díl I. Praha: PEF ČZU, 2005, s. 48–52. ISBN 80-213-1372-2

BEČVÁŘOVÁ, V., VINOHRADSKÝ, K. Příčinné souvislosti diferenciacie ekonomického vývoje zemědělských podniků v regionu NUTS 2 Jihovýchod, In. *Universitas Bohemiae Meridionalis Budovicensis, Series for Economics, Management and Trade, Vol. 28*, České Budějovice, 2004, ISSN 122-5598

BEČVÁŘOVÁ, V. *Podstata a ekonomické souvislosti formování agrobiznysu*. MZLU, Brno 2005, 68 pp., ISBN 80-7157-911-4

BOEHLJE, M.D., HOFING, S.L., SCHROEDER, CH.: *Farming in the 21st Century*, Staff Paper DAE, Purdue University 1999, 39 pp.

BOEHLJE, M.D., AKRIDGE, J.T., KALAITZANDONAKES, N.G. Preparing for Success in the Agribusiness Market Place. *Journal of Agribusiness* 2002, pp 482 - 495

CONNOR, J.M. The Changing Structure of Global Food Markets: Dimensions, Effects, and Policy Implications. In: *Changing Dimension of the Food Economy*, Conference paper, the Hague. 2003

DUNNE, A.J. Supply Chain Management: Fad, Panacea or Opportunity? *Agribusiness Perspectives*, Paper 48, 2002, 25 pp

GOLDBERG, R.A. Why the International Agribusiness Management? *In Global Agribusiness for the future*, Boston, IAMA 1998,

GREGA, L., VINOHRADSKÝ, K. Agrární struktura a konkurenceschopnost zemědělství ČR. In. Sborník z MVK „*Produkčná a obchodná výkonnosť agropotravinárskeho komplexu*“. FEM SPU Nitra, Račkova Dolina, 2001, s. 81-85, ISBN 80-7137-973-5

LECHANOVÁ, I: *Formování cen v komoditní vertikále krmného obilí*. Disertační práce, PEF MZLU Brno, 2005, 173 s.

SCHROEDER, W., MAVONDO, F.: Power, Cooperation and Commitment in the Business Relationships in the Australian Food Manufacturing Sector. *International Conference on Chain Management in Agribusiness and Food Industry*, Wageningen, 2003

SONKA, S.T., HUDSON, M.A.: “Why Agribusiness Anyway?” *Agribusiness, An International Journal* 5.4., 1999. pp. 305-314

VINOHRADSKÝ, K., BEČVÁŘOVÁ, V., GREGA, L.: *Konkurenceschopnost českého zemědělství při vstupu do Evropské unie – předpoklady a možnosti*. Závěrečná zpráva, PEF, MZLU Brno, 1999, 63 s.

Adresa autorky:

Prof. Ing. Věra Bečvářová, CSc., Ústav podnikové ekonomiky PEF MZLU v Brně,
Zemědělská 1, 613 00 Brno, e-mail: becvar@mendelu.cz, tel.: 545132626

SOUČASNÁ SITUACE NA TRHU (OBILOVIN) ZEJMÉNA PŠENICE

Ing. Zdeněk Mládek, Ing. Jan Boudný

V marketingovém roce 2006/07 významně snížily nepříznivé povětrnostní podmínky (především dlouhodobé sucho) produkci obilovin zejména na severní polokouli, v evropských zemích a v zemích bývalého Sovětského svazu. Naopak příznivé povětrnostní podmínky zvýšily produkci obilovin v zemích Severní Afriky zejména v Egyptě, Kazachstánu a Argentíně. V zemích tradičních světových vývozců, tj. v Kanadě a hlavně v USA byl zaznamenán pokles. Nevyšší výpadek výroby způsobený suchem byl v Austrálii.

Po roce výrazného poklesu produkce se očekává, že v novém marketingovém roce 2007/08 světová produkce pšenice vzroste dle odhadu USDA ze srpna 2007 o více než 17 mil. tun (téměř 3 %) ve srovnání s předchozím rokem na 610,4 mil. Tun (z toho EU25 124,9 tun). Podstatný vliv na zvýšení celosvětové produkce pšenice má úroda v USA a zatím normální průběh vegetace v Austrálii. V EU 27 produkce stagnuje a v evropských zemích bývalého Sovětského svazu se očekává pokles úrody pšenice, naopak v Rusku, Kazachstánu stejně jako zemích Severní Afriky, hlavně v Egyptě, je mírný nárůst produkce. V Uzbekistánu se neočekává nárůst produkce. Uvedená celosvětová produkce pšenice by znamenala historicky druhou nejvyšší sklizeň po roce 2004/05.

Tato skutečnost by podnítila vyšší spotřebu, restrukturalizaci zásob (po dvou letech poklesu), ale vzhledem k celosvětovému trendu zvýšení výroby etanolu nezpůsobí zvýšení produkce obilovin pokles jejich cen. Po mírně vyšší sklizni v Evropě se předpokládá vyšší krmné užití u pšenice a vyšší úroveň obchodu s krmnou pšenicí, což přispěje k celkově zvýšené spotřebě pšenice. Podle srpnových údajů USDA se očekává, že se zásoby pšenice sníží především v zemích největších vývozců, a to odhadem meziročně až o 10 mil. tun, tj. o více než 8 %. V EU 27 o cca 3 mil. tun a v USA o 1,4 mil. tun). Naopak Čína zvýší zásoby pšenice o 2,5 mil. tun (tabulka 1).

Tab. 1: Pšenice - světová produkce, spotřeba, zásoby (tis. tun)

Produkce	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08 Jul	2007/08 Aug
Afghanistan	4,36	4,00	4,27	4,40	4,40	4,40
Argentina	14,50	16,00	14,50	15,20	14,00	14,00
Australia	26,13	21,91	25,37	9,90	23,00	23,00
Canada	23,55	25,86	26,78	25,27	22,50	21,50
China,	86,49	91,95	97,45	104,00	105,00	105,00
Egypt	6,44	7,18	8,18	8,27	8,32	8,32
EU-27	110,58	146,88	132,36	124,80	126,63	124,93
India	65,10	72,15	68,64	69,35	73,70	74,89
Iran	13,50	14,50	14,50	14,80	15,00	15,00
Kazakhstan,	11,00	9,95	11,00	13,50	13,50	14,00
Pakistan	19,18	19,50	21,61	21,70	23,00	23,00
Russian	34,10	45,40	47,70	44,90	45,00	45,50
Turkey	16,80	18,50	18,50	17,50	16,00	15,50
Ukraine	3,60	17,50	18,70	14,00	13,00	13,30
Uzbekistan,	5,40	5,25	5,80	5,85	5,85	5,85
Others	50,35	52,76	50,01	50,23	45,17	44,67
Subtotal	491,09	569,28	565,36	543,67	554,07	552,86
USA	63,81	58,74	57,28	49,32	58,19	57,53
World Total	554,91	628,02	622,64	592,98	612,27	610,40

Tab. 1: pokračování

Celková spotřeba	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08 Jul	2007/08 Aug
Algeria	6,80	7,30	7,50	7,60	7,60	7,60
Australia	5,96	5,90	6,40	7,50	6,70	6,70
Brazil	9,80	10,20	10,80	10,40	10,50	10,40
Canada	7,59	9,39	9,17	9,15	9,10	8,90
China,	104,50	102,00	101,00	101,00	100,50	100,50
Egypt	13,30	14,20	14,80	15,40	15,65	15,65
EU-27	115,10	123,22	127,53	125,70	122,50	122,90
India	68,26	72,84	69,97	74,35	75,65	75,85
Iran	14,30	14,70	15,00	15,30	15,60	15,60
Kazakhstan,	6,80	7,40	7,40	7,80	7,80	7,80
Morocco	6,40	6,60	6,80	7,20	6,85	7,15
Pakistan	19,10	20,00	21,50	21,90	22,40	22,40
Russian	35,50	37,40	38,40	36,60	36,20	36,20
Turkey	16,80	16,80	16,10	16,25	16,20	16,25
Ukraine	9,03	11,70	12,50	11,70	11,50	11,90
Others	109,45	116,89	122,55	120,24	119,40	119,47
Subtotal	556,17	577,70	593,13	586,20	586,50	588,10
USA	32,51	31,82	31,36	31,05	33,37	32,41
World Total	588,68	609,52	624,49	617,25	619,87	620,51
Konečná zásoba	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08 Jul	2007/08 Aug
Australia	5,36	6,70	9,73	3,20	4,38	4,08
Canada	6,08	7,92	9,71	6,92	5,57	4,80
China,	43,29	38,82	34,89	35,56	38,34	38,06
Egypt	1,74	2,86	4,01	3,57	3,33	3,23
EU-27	11,51	27,49	23,38	14,48	12,61	11,51
India	6,90	4,10	2,00	3,50	4,50	5,49
Kazakhstan,	3,78	3,64	4,28	4,00	3,72	3,72
Others	38,97	44,78	45,62	41,26	32,73	32,91
Subtotal	117,64	136,31	133,62	112,49	105,18	103,79
USA	14,87	14,70	15,55	12,40	11,38	10,99
World Total	132,51	151,01	149,16	124,90	116,55	114,78

Foreign Agricultural Service/USDA
Office of Global Analysis; August 2007

Světový obchod s pšenicí v marketingovém roce 2007/08 by se měl meziročně mírně snížit zhruba o cca 4 % na cca 108 mil. tun. Dovošní poptávka by se měla významně snížit a to na 105,8 mil.tun což je o 3,8 %. Nárůst dovozu se předpokládá i v zemích EU 27 (na cca 6,5 mil. tun), avšak předpokládají se zejména dovozy krmné pšenice z oblasti Černého moře (tj. z Ukrajiny a z Ruska). Nejvýznamnějšími vývozci pšenice by v roce 2007/08 měly být USA s 29 mil. tun, Austrálie (14 mil. tun), země EU 25 (11,5 mil. tun), Argentina (9,5 mil. tun) Kazachstán (6,5 mil. tun), Rusko (11 mil. tun) a Ukrajina (1,5 mil. tun). (Tabulka 2)

Pohyb tržních cen pšenice na evropském trhu po předchozí sklizni měl v průběhu marketingového roku 2005/06 mírný růstový trend s kulminací v říjnu 2006. Po marketingovém roce 2006/2007 se obnovuje mírný růst až do období nové sklizně v srpnu 2007. Podle Agra Europe byla v závěru prosince 2006 cena pšenice pro výrobu pečiva v Německu 148 EUR/t a ve Francii 147 EUR/t. Z burzovního věstníku (Public Ledger) z 15. 8. 2007 lze na základě francouzské burzy MATIF a německé HANOVER konstatovat pokračování růstu ceny pšenice na současnou cenu MATIF 230,50 EUR/t, HANOVER 236

EUR/t (kurz devizového trhu ČNB k 29. 12. 2006 byl 27,495 Kč/EUR a k 15 . 8. 2007 je 27,925 Kč/EUR). Dále uvádíme růst cen pšenice na Londýnské burze do 23. 8. 2007 graf č. 4.

Tab. 2: Celosvětový export/import pšenice (hlavní aktéři)

Růst exportu	Nárůst mil. tun	Celkový vývoz
Austrálie	3,0	14,5
Kazachstán	0,5	6,5
Rusko	0,3	11,0
USA	4,0	29,0
Pokles exportu		
Pokles exportu	Pokles mil. tun	Celkový vývoz
EU27	2,0	11,5
Argentina	2,5	9,5
Ukrajina	1,3	1,5
Růst importu		
Růst importu	Nárůst mil. tun	Celkový dovoz
EU27	1,0	6,5
Rusko	1,2	1,2
Egypt	0,3	7,0

zdroj: Foreign Agricultural Service/USDA

Podobný vývoj jsme zaznamenali i na našem trhu, kdy ceny obilovin dosahovaly maxima na přelomu března a dubna 2007 u pšenice potravinářské a o měsíc později u pšenice krmné, dále následovala krátká stagnace ceny a od června 2007 následoval růst cen. (první náznak prudkého růstu cen u obilovin hlavně potravinářské pšenice byl zaznamenán na kotočném výboru při PBB – Plodinová burza Brno 7. 8. 2007 viz tabulka 3). Na základě růstu cen na evropských a severoamerických burzách vrostly i ceny nabídek nakupujících což se odrazilo i na kotovaných cenách PBB ze dne 4. 9. 2007. Netypický růst cen obilovin od srpna roku 2007 je způsoben jejich nižší produkcí a vyšším užitím pro nepotravinářské účely. Dalším faktorem je nebývalý celosvětový zájem finančního kapitálu o zemědělské komodity a to mnohem intenzivnější po propadu amerického a posléze celosvětového trhu s investicemi, který je doprovázen poklesem ceny zlata a dalších drahých kovů. Dále se každý měsíc od sklizně tradičně cena zvyšuje o náklady na skladování.

Tab. 3: Kotované ceny Plodinové burzy Brno

KOMODITA	Kotovaná cena			Index % VII/IX
	24.7.2007	7.8.2007	4.9.2007	
Pšenice potravinářská	4 238	4 708	5 425	128,0
Pšenice krmná	3 767	4 050	4 929	130,9
Ječmen sladovnický	4 658	5 117	5 821	125,0
Ječmen krmný	3 792	4 092	4 925	129,9
Žito	4 600	4 429	4 813	104,6
Kukuřice	4 033	4 125	4 658	115,5
Hrách krmný	3 736	4 064	4 355	116,5
Řepka ozimá	7 329	7 518	7 980	108,9

Zdroj: Plodinová burza Brno

Přebytek obilovin byl a je v Evropské unii řešen intervenčními nákupy. V ČR provádí intervenční nákup Státní zemědělský intervenční fond (SZIF) u pšenice, ječmene a kukuřice. Intervenční výkup je realizován v období od 1. listopadu do 31. května. Intervenční sklady mají povinnost přijmout veškeré jim nabídnuté obilí, které dosahuje odpovídající kvality. Intervenční cena je stanovena na 101,31 EUR/t s měsíčním navýšením o 0,46 EUR/t, jako kompenzace za skladování. Podle předpokladu bilance jednotlivých druhů obilovin pro

marketingový rok 2007/08 stanovené na základě sklizně dle zjištění ČSÚ ze srpna 2007 se nepředpokládá nabídka pro intervenční nákup a to především z cenových důvodů.

Cenový vývoj u obilovin v marketingovém roce 2007/08 je způsoben neúrodou nejen v ČR, ale v celé Evropě. Situace je obdobná jako v marketingovém roce 2006/07, kdy neúroda způsobená suchem nastartovala růst cen. Pro lepší názornost jsme se pokusili tyto skutečnosti vyjádřit graficky u pšenice potravinářské graf č.1, 2, 4.

U grafického vyjádření cen obilovin jsme použili měsíční ceny zemědělských výrobců (CZV) uveřejňované Českým statistickým úřadem a ceny z PBB (do 1. 5. 2002 se jedná o průměrné ceny realizovaných obchodů na PBB a od 1. 5. 2002 jsou ceny stanovované kótačním výborem při PBB). Dalším sledovaným ukazatelem je celková produkce dané komodity v ČR v daném roce podle ČSÚ. Pro komplexní přehled jsme do grafu zahrnuli náklady a realizační ceny jednotlivých komodit z výběrového šetření VÚZE. Pro pšenici potravinářskou jsme ze souboru výběrového šetření VÚZE použili údaje pro pšenici ozimou.

V ČR převládají odrůdy pšenice z vysokým obsahem lepku, tzn. charakteru potravinářské pšenice. Struktura pěstovaných odrůd pšenice byla ovlivněna neúměrně vysokou cenou potravinářské pšenice v roce 1997 (záloha SFTR 3900 Kč/t + doplatek cca 300 Kč/t) a tím byl nastartován nárůst osevních ploch potravinářské pšenice. Změna struktury pěstovaných odrůd pšenice je nutná nejen z hlediska použití, ale také z hlediska ekologického. Porosty krmné pšenice jsou hustší, nepotřebují tolik postřiků a mají větší výnos.

Pro technické použití jako výroba bioetanolu je nutné použít krmnou pšenici s vysokým obsahem škrobu. Této pšenice je velký nedostatek a má vysokou cenu, proto doporučujeme na výrobu bioetanolu genetiky modifikovanou kukuřicí (GM), pro jižní Moravu odolnou proti suchu. GM kukuřice má vysoký hektarový výnos, takže náklad na jednotku produkce je podstatně nižší. V grafu č. 3 demonstrujeme cenu geneticky neupravené, ale dražší kukuřice Evropské a GM kukuřice vypěstované v severní Americe, která má nižší náklad na tunu produkce a proto může mít i nižší tržní cenu. Na pěstování GM kukuřice v USA mají zemědělci dlouhodobé kontrakty v rámci programu podporovaného vládou.

Pro stabilizaci trhu obilovin v ČR lze doporučit :

1) Nepotravinářské využití obilovin

V roce 2003 bylo na produkci kvasného bezvodého lihu resp. bioetanolu proplaceno z dotačního titulu 1.J celkem 1,434 mil. Kč, což odpovídá množství 1 795 hl. vyrobeného bioetanolu. Dále bylo využito zhruba 500 hl. bioetanolu na různé provozní zkoušky směsí benzínu a bioetanolu a mimo to bylo ještě využito k výrobě alternativních paliv 500 až 700 hl. bioetanolu. Celkem tedy v roce 2003 bylo pro palivové účely vyrobeno cca 3000 hl. bioetanolu což odpovídá zpracování zemědělské produkce z výměry přibližně 200 ha. Nutno ovšem uvést, že současnou produkci bioetanolu, která je z důvodu nedostatečných zpracovatelských kapacit velmi malá, lze chápat pouze jako tzv. přípravnou fázi *Programu výroby bioetanolu*, jejímž cílem je prověření veškerých možností výroby a využití bioetanolu jako zdroje obnovitelné energie v pohonných hmotách. Uvedený dotační titul 1.J byl v roce 2003 ukončen a dále se již s jeho podporou neuvažuje.

V návaznosti na rozšiřující se možnosti výroby a využití bioetanolu pro palivové účely schválila vláda ČR usnesením č. 833 ze dne 6. srpna 2003 program „*Podpora výroby bioetanolu pro jeho přímíchávání do automobilových benzínů, pro záměnu metanolu při výrobě metylesteru řepkového oleje a metyltercbutyléru a jako alternativního paliva s podporou jeho uplatnění na tuzemském trhu*“ jako součást opatření naplňujících Národní

program hospodárného nakládání s energií a využívání jejích obnovitelných a druhotných zdrojů. Na základě uvedených dokumentů došlo ke shrnutí poznatků, které byly získány ve fázi příprav (výběr vhodných odrůd obilovin), možnosti aplikace bioetanolu do pohonných hmot a dále byla provedena celková analýza veškerých aspektů souvisejících s vlastní realizací programu výroby bioetanolu. Z pohledu realizace programu bylo dále velmi významným přijetí zákona č. 92/2004 Sb., kterým byl novelizován zákon č. 86/2002 Sb. O ochraně ovzduší. Touto změnou zákona byla v § 3 odst. 10 zakotvena povinnost, aby se do pohonných látek přidávalo určité minimální množství biopaliv a to na základě zvláštního právního předpisu. **Tento zvláštní předpis je Usnesení vlády č. 825 z 1. 9. 2004 o vypracování Nařízení vlády ve kterém bude uloženo od 1. 1. 2007 vyrobit ročně 2 mil. hl. bioetanolu pro míchání s pohonnými hmotami. (Jehož termín byl odsunut)** Dalším důležitým legislativním předpisem, je novela zákona o lihu. Tato novela se zabývá zejména tím, aby byly jasně vymezeny podmínky výroby a využití bioetanolu. Dalším důležitým dokumentem je norma ČSN 66 08 10 – palivový líh a Vyhláška. č. 229/2004 Sb., kterou se stanoví požadavky na pohonné hmoty. Finanční otázku řeší zákon č. 353/2003 Sb., o spotřebních daních.

MZe připravilo podmínky pro využití bioetanolu dle směrnice Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 2003/30/ES z 8. května 2003 o podpoře biopaliv nebo jiných obnovitelných paliv v dopravě. Členské státy mají zabezpečit, aby na jejich trh byl uveden minimální podíl biopaliv a jiných obnovitelných paliv a pro tento účel byly stanoveny národní indikativní cíle. V článku 3 odst. 1 písmene (b) odrážka (i) je stanovena referenční hodnota ve výši 2 %, vypočtená na základě energetického obsahu veškerého benzínu a nafty pro dopravní účely, uvedené na trh do 31. 12. 2005 (V ČR termín odsunut V článku 3 odst. 1 písm. (b) odrážka (i) je stanovena referenční hodnota ve výši 5,75 %, vypočtená na základě energetického obsahu veškerého benzínu a nafty pro dopravní účely, uvedené na trh do 31. 12. 2010.

Na základě platnosti výše uvedených právních norem a zejména novely zákona č. 86/2002 Sb. o ochraně ovzduší je v ČR povinnost mísení biopaliv : nafta od 1. září 2007 2% objemová, benzín od 1.ledna 2008 2% objemová (v roce 2009 : nafta 4,5 % obj.,benzín 3,5 % obj.)

2) Dodávkové a termínované kontrakty

Další možností jak eliminovat kolísání cen v průběhu roku by mohlo být využití dodávkových a termínovaných kontraktů. Tímto způsobem by si farmáři s předstihem zajistili příjmy a omezili rizika. Zvýšila by se stabilita a úroveň příjmů v zemědělství a snížila by se důchodová disparita v porovnání s ostatními odvětvími národního hospodářství. Termínovaný trh snižuje riziko ztráty při poklesu cen, umožňuje skladování hotových produktů a zlepšuje plynulost zásobování trhu.

3) Burzovní obchody

Většina obchodů s obilovinami probíhá v České republice mimo burzy. Burzy však jsou považovány za velmi důležité ukazatele cenového vývoje a jejich význam na našem obilném trhu narůstá. Vstupem ČR do EU v rámci administrace Společné organizace trhu s obilovinami se staly důležitým zdrojem informací o cenách na vnitřním trhu ES (systém New IDES). S obilovinami mají v současné době oprávnění obchodovat Plodinová burza Brno, Obchodní burza Hradec Králové, Moravskoslezská komoditní burza v Ostravě, 1. Karlovarská komoditní burza a Českomoravská komoditní burza Kladno a Komoditní burza Praha.

4) Odbytové organizace

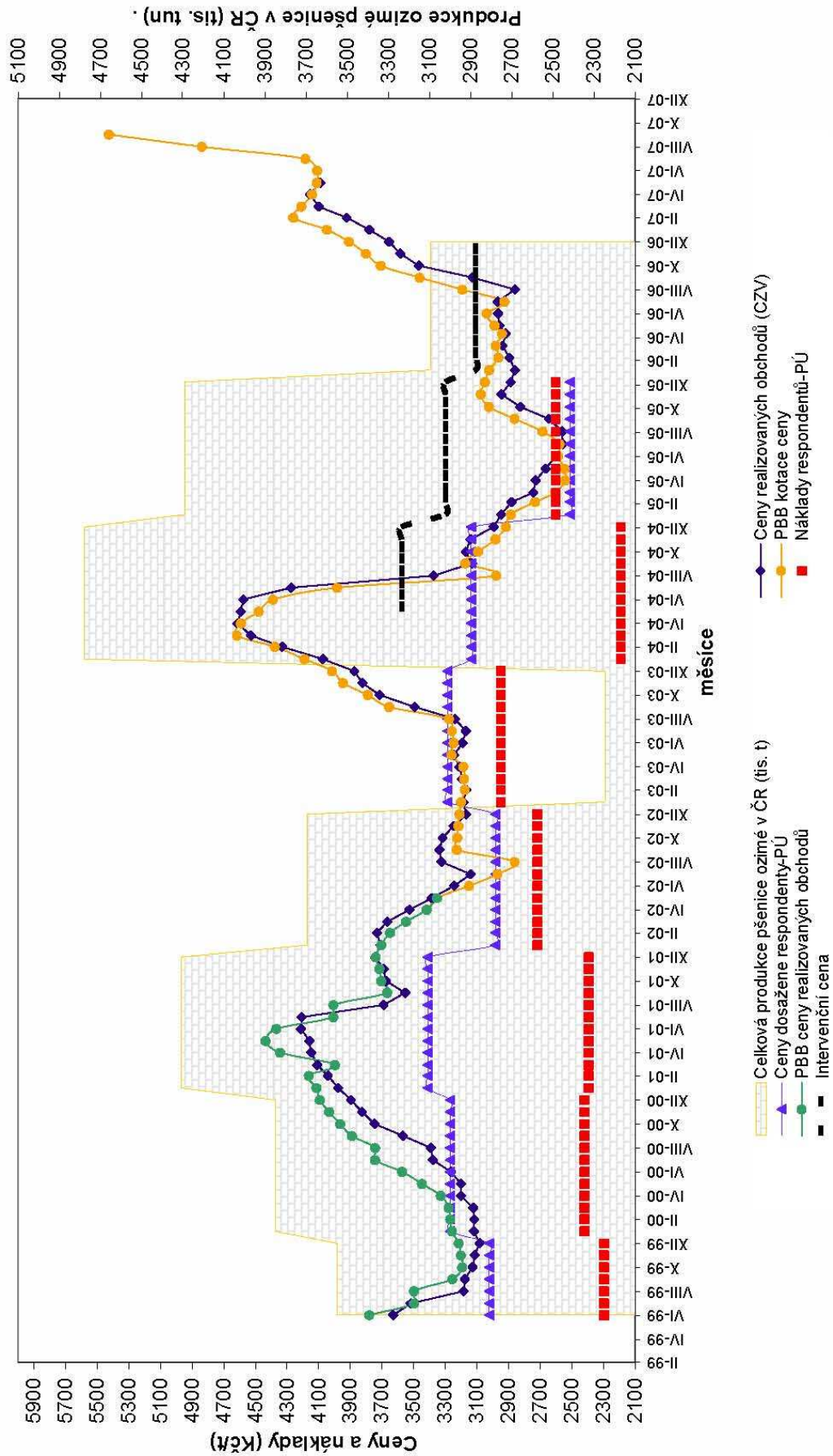
Dalšímu pokračování sdružování zemědělských výrobců do odbytových organizací napomáhá prostřednictvím dotačních titulů i stát. Tyto organizace, vlastněné a kontrolované

prvovýrobci, ovlivňují sdružováním nabídky a aktivní prodejní činností stále významněji charakter trhu zemědělskými výrobky v ČR.

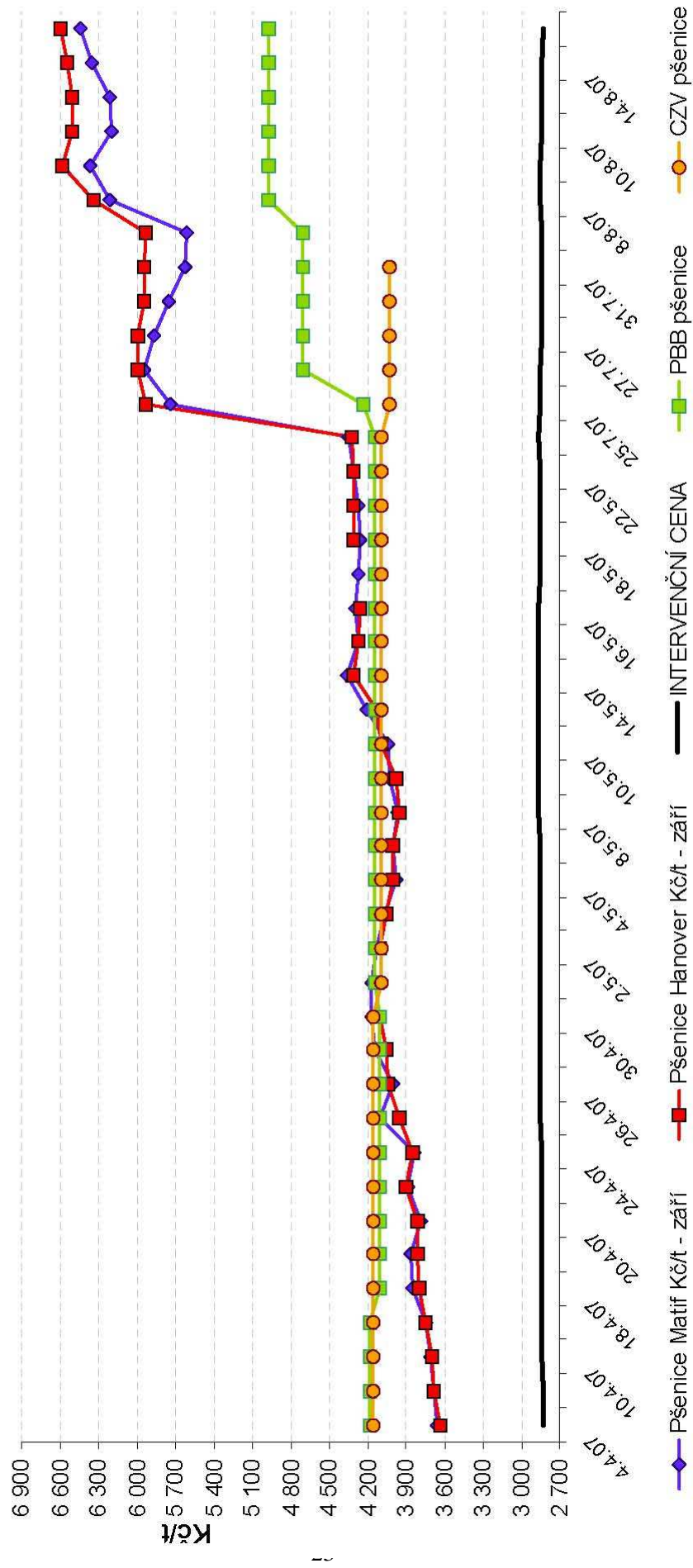
5) Legislativa

V návaznosti na zákon č. 307/2000 Sb., o zemědělských skladních listech a zemědělských veřejných skladech, a k němu se vztahující vyhlášky č. 403/2000 Sb., Ministerstvo zemědělství vydává povolení k provozování zemědělských veřejných skladů a s tím spojenému vystavování zemědělských skladních listů. *Zemědělský skladní list je listinný cenný papír, který představuje vlastnické a zástavní právo k uskladněnému zboží. Je převoditelný rubopisem a předáním na jiného vlastníka.* Zemědělský veřejný sklad dává záruku kvalitního ošetření a uskladnění vybraných druhů obilovin, luskovin a olejnin. Skladování těchto vybraných komodit musí splňovat podmínky vymezené výše uvedenými legislativními normami.

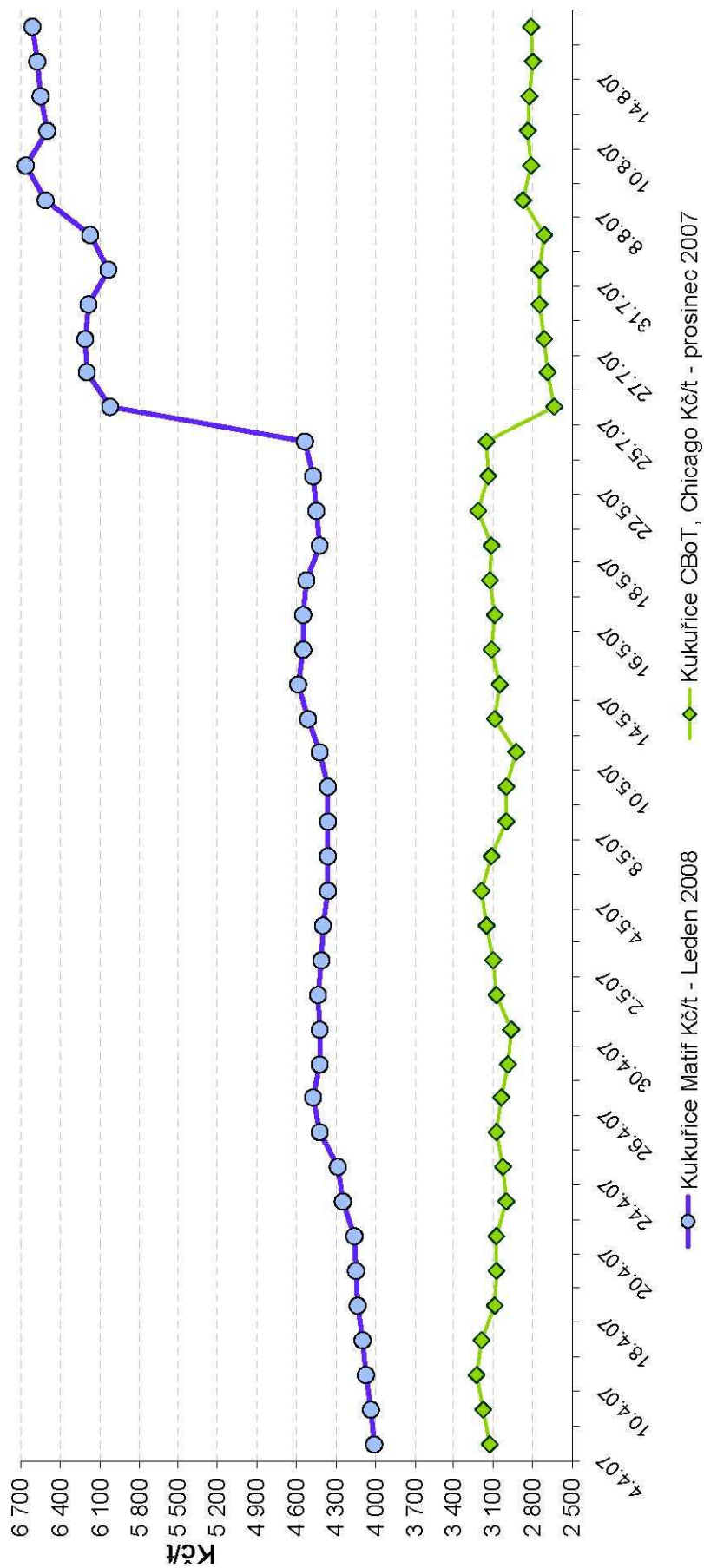
Graf 1: Porovnání realizačních cen (dosažených našimi respondenty, CZV, PBB) v závislosti na celostátní produkci a nákladů podnikatelských subjektů právnických osob u pšenice potravinářské



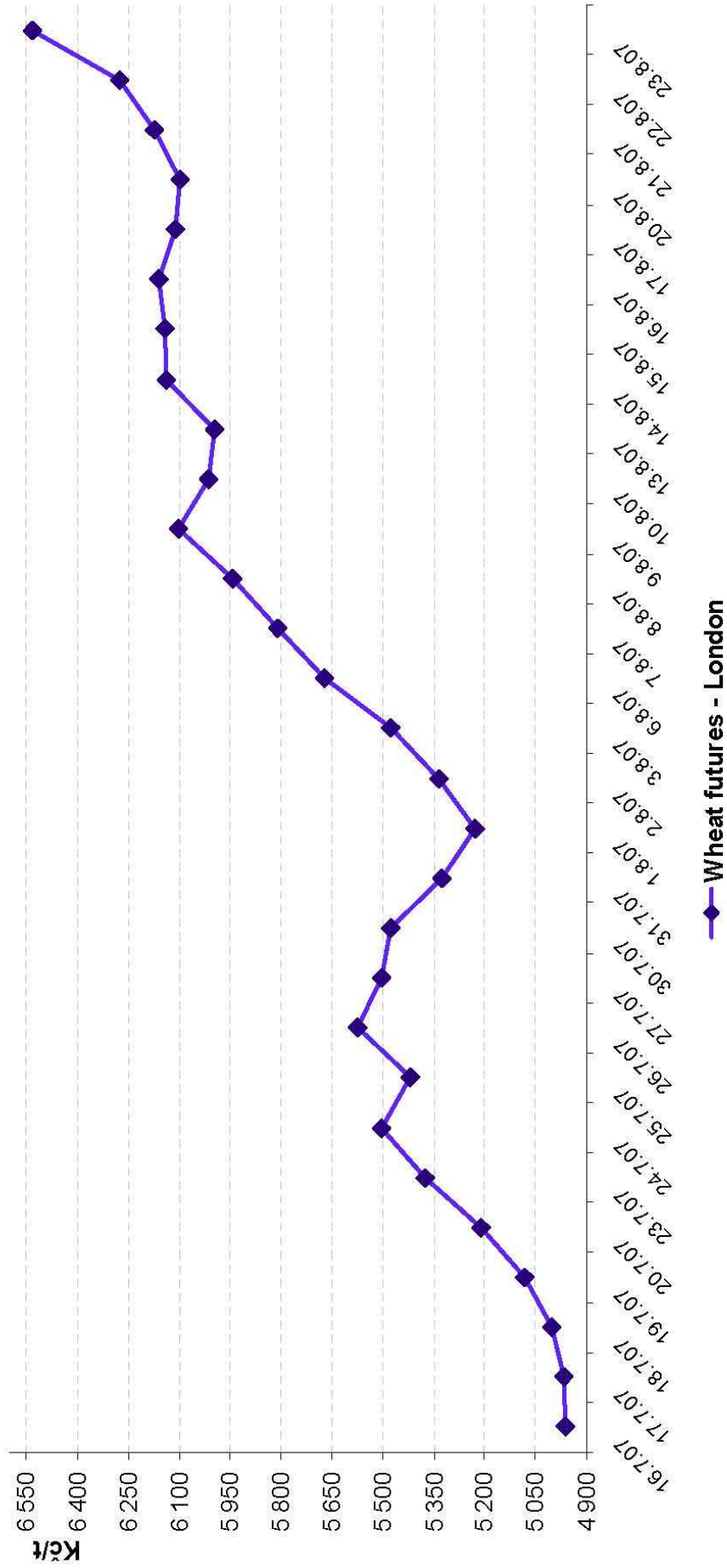
Graf 2: Vývoj futures na burze MATIF, HANNOVER, CBoT CHICAGO a ceny PBB pšenice potravinářská



Graf 3: Vývoj futures na burze MATIF, a CBoT CHICAGO - kukuřice



Graf 4: Vývoj cen pšenice na Londýnské burze
 (Zdroj: *The Public Ledger*)



NOVÉ OBCHODOVATELNÉ KOMODITY A JEJICH VYUŽITÍ



NOVÉ OBCHODOVATELNÉ KOMODITY A JEJICH VYUŽITÍ

20.-21. června 2007, BRNO

ČEZ Obnovitelné zdroje s.r.o.

Adam Moravec

specialista rozvoje



Obsah

1. Představení společnosti ČEZ Obnovitelné zdroje s.r.o.
2. Spotřeba elektrické energie, mix, OZE
3. Možnosti OZE, závazek, cíle
4. Blíže k biomase a problémy kolem
5. Shrnutí a diskuze

1



Sídlo společnosti

ČEZ Obnovitelné zdroje s.r.o.
Křížíkova 788
Hradec Králové

2



Současné možnosti rozvoje OZE V ČR

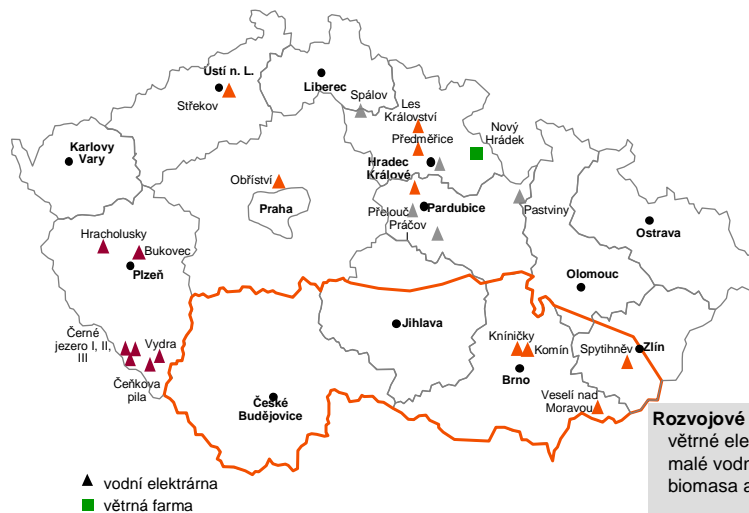
- na podstatné zvýšení počtu vodních elektráren není dostatek vhodných míst, nové příležitosti budou ojedinelé
- do roku 2010 má největší potenciál růstu větrná energetika
- dlouhodobě lze očekávat největší zvýšení výroby z biomasy, do roku 2010 nebude dostatek paliva
- významný potenciál pro kogeneraci je v oblasti bioplynu
- solární a geotermální energetika nemají při současných technologiích v podmínkách ČR významný přínos



3



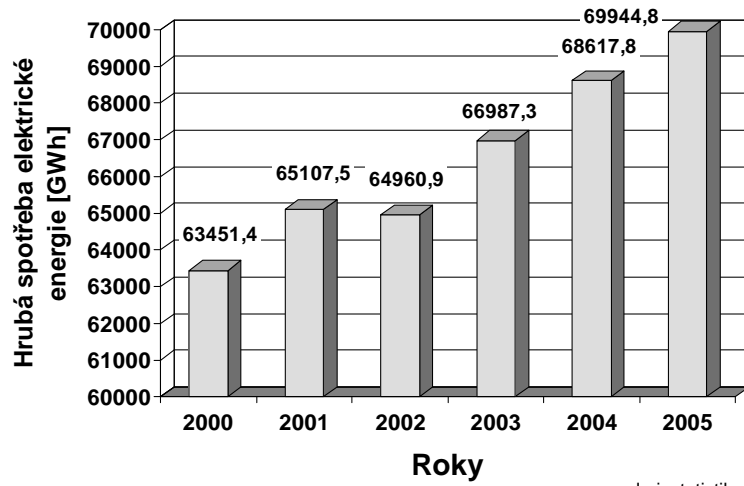
ČEZ OZE má k datu 1.9.2006 21 vodních elektráren a 1 větrnou farmu



4



Růst hrubé spotřeby elektrické energie v ČR

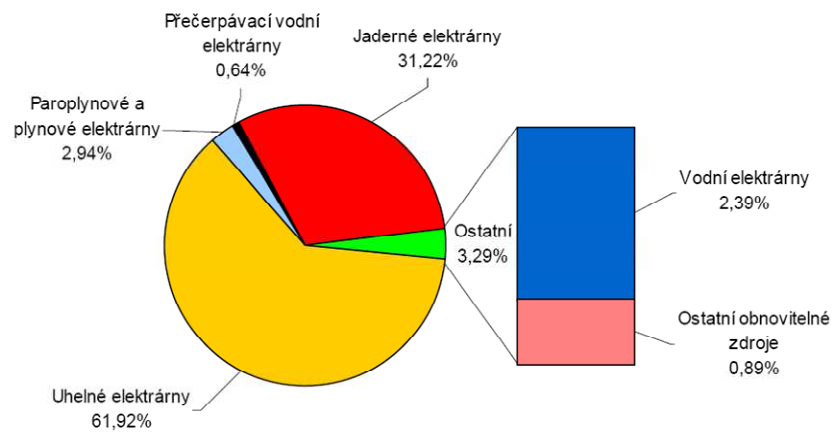


zdroj: statistika ERÚ

5



Instalovaný výkon - energetický mix ČR

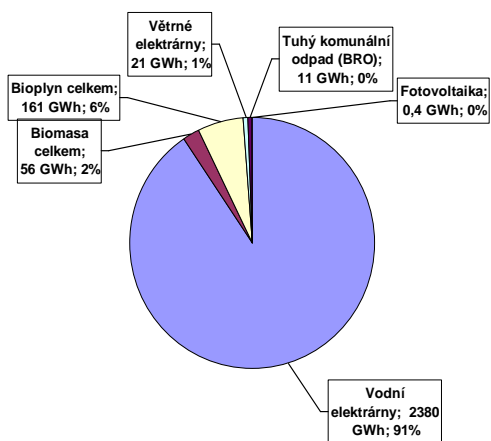


zdroj: statistiky MPO

6



Výroba elektrické energie v [GWh] z obnovitelných zdrojů v roce 2005



zdroj: statistika MPO rok 2005

7



Závazek ČR: 8% podíl OZE na výrobě el. energie. Jak na to?

Hrubá spotřeba v ČR	70 000 GWh
8%	5 600 GWh
<u>Stávající výroba</u>	<u>2 650 GWh</u>
Požadavek	2 950 GWh

Jak toho dosáhnout?

- pěstováním energetických plodin/dřevin na cca 0,5 mil ha
- výstavbou 1.229 ks BPS s průměrným výkonem 300 kW
- realizací 820 větrných elektráren o výkonu 2 MW
- umístěním fotovoltaických panelů na ploše 4.275 ha

Úsporou na spotřebě

8



Obnovitelné zdroje je široké téma



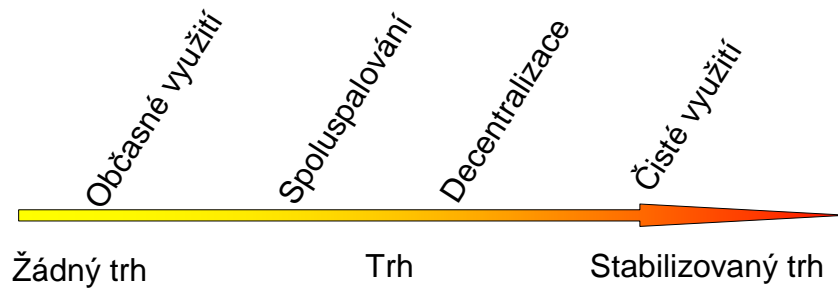
Vítr
Voda
Bioplyn
Biomasa
Solar



9



Vývoj trhu s biomasou



10



Kde je problém?



11



Kde je problém?

ČEZ říká:

- Máme zájem o téměř jakoukoliv biomasu
- Jsme ochotni vystavět nové zařízení na její využití s vložením investice
- Dokážeme aplikovat různé technologie
- Podpoříme vznik trhu s biomasou vhodnými nástroji
- Sepíšeme dlouhodobé dodavatelské/odběratelské smlouvy
- Zařízení však musí být efektivní a ekonomické
- Nemůžeme překročit únosnou míru rizika

12



Kde je problém?

- Nevhodná dotační politika:
 - snad na každý titul lze napasovat OZE
 - diskriminační prostředí
 - malá účinnost podpory
 - ztráta času
- Ekonomická (ne)výhodnost pěstování biomasy
- Dodavatelé nechtějí dlouhodobé smlouvy ⇒ co bude za 15 let a jaké budou dotace?
- Legislativa výstavby (obzvlášť nový stavební zákon)

Chybí jasná státní koncepce

13



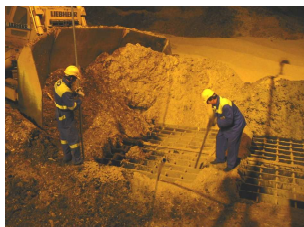
Jak problém řešit?

- Podpořit trh s biomasou nastavením tržních mechanismů
- Standardizovat paliva z biomasy, tak aby mohli být volně obchodovatelné (třeba na burze)
- Vytvořit podmínky pro vznik „koncentrátorů“ / výrobců biopaliv
- Upřesnit státní politiku v oblasti OZE s dlouhodobým výhledem
- Změnit dotační „diskriminační“ podmínky v jasné pravidla s dlouhodobým výhledem

14



Naše zkušenosti z biomasou



Dřevní biomasa
Obilí
Sláma
Rostlinný odpad
Energetické plodiny



15



Závěr

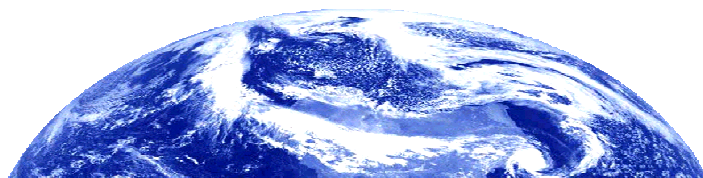
Děkuji a přeji Vám všem trvale udržitelný rozvoj

Adam Moravec

ČEZ Obnovitelné zdroje s.r.o.

☎ 492 112 853

adam.moravec@cez.cz



16

SOUDOBÝ VÝZNAM KOMODIT PŘI VYTVÁŘENÍ NOVÝCH DRUHŮ FINANČNÍCH INVESTIČNÍCH INSTRUMENTŮ (STRUKTUROVANÝCH PRODUKTŮ)

Oldřich REJNUŠ

V důsledku neustálého hledání nových možností investování, jakož i dalších způsobů externího financování firem, dochází celosvětově k neustálému konstruování nových druhů investičních nástrojů. Ty, přestože se zpravidla jedná o finanční investiční instrumenty, stále častěji souvisejí s různými reálnými aktivy – mezi nimiž nabývají stále většího významu především komodity.

V současné době se jedná především o tzv. „strukturované produkty“ (též často označované jako „pokročilé deriváty“), jež vzájemně kombinují vlastnosti „klasických“ cenných papírů – především dluhopisů, s vlastnostmi derivátových instrumentů). Jde o poměrně novou, z hlediska možných způsobů konstrukce prakticky neohrazenou skupinu finančních investičních instrumentů, jež se začaly emitovat a uvádět do oběhu počínaje posledním desetiletím minulého století, přičemž rychlost jejich rozšiřování nabývá v současnosti nebývalých rozměrů. Přesto, že se jedná o finanční instrumenty mající vlastností derivátů, bývají emitovány a uváděny do oběhu prostřednictvím primárního trhu. A přestože jejich podkladovými aktivy bývají především aktiva finanční, lze je odvozovat též i od vybraných, především burzovně obchodovaných komodit, nebo případně i od komoditních burzovních indexů (resp. i od tzv. komoditních košů).¹

Přestože se v současné době emituje mnoho různých druhů strukturovaných produktů, v daném případě přicházejí do úvahy především investiční (strukturované) certifikáty, strukturované dluhopisy a v poslední době též i tzv. sekuritizované pákové deriváty.

A) INVESTIČNÍ (STRUKTUROVANÉ) CERTIFIKÁTY²

Investiční certifikáty lze charakterizovat jako finanční investiční instrumenty kombinující některé vlastnosti „klasických“ dluhopisů a derivátů, přičemž jejich podkladovými aktivy mohou být nejen různá aktiva finanční, nýbrž i komodity. Z charakteristických vlastností vykazují většinou předem stanovený termín splatnosti, v němž mají jejich držitelé právo požadovat jejich splacení ve výši tzv. aktuální hodnoty certifikátu, která bývá odvozena od aktuální hodnoty jejich podkladových aktiv. Vedle nich však mohou existovat i tzv. „*open end certifikáty*“,³ které termín své splatnosti stanoven nemají.

Investiční certifikáty bývají emitovány významnými, všeobecně uznávanými finančními institucemi, které je většinou také samy kótují na předem určených burzách, přičemž je vedle toho obchodují i mimoburzovně. Z toho vyplývá, že riziko investic do těchto investičních nástrojů neodvisí ani tak od případné ztráty jejich likvidity, jako spíše od druhů podkladových

¹ Jedná se o podkladové aktivum charakteru komoditního burzovního indexu, které si vytvoří sám emitent.

² Přestože se jedná o „strukturované“ investiční certifikáty, v investiční praxi se označují zkráceně jako „investiční certifikáty“.

³ V americké terminologii bývají označovány jako ETF – „*Exchange Traded Funds*“, česky bývají často chybně označovány jako „indexové akcie“.

aktiv (do nichž emitenti investičních certifikátů zpravidla investují získané peníze, čímž se zároveň i zajišťují). Na jejich vývoji totiž závisí jak aktuální kurz příslušných certifikátů, tak (pokud jsou časově ohraničené) též hodnota, která bude emitentem vyplacena v okamžiku splatnosti.

I když podkladová aktiva investičních certifikátů mohou být rozličná, jedná se v současné době nejčastěji o akcie, akciové burzovní indexy nebo o různé druhy tzv. „akciových košů“, konstruovaných individuálně jednotlivými emitenty (tzv. *basket certifikáty*), nebo od různých měn, dluhopisů apod. Nicméně existuje již i celá řada případů, kdy jsou odvozovány od hmotných podkladových aktiv, kterými bývají nejčastěji právě komodity. Z nich jsou používány zejména drahé kovy, dále potom ostatní druhy (tzv. průmyslových) kovů, ropa nebo např. i některé komodity zemědělského charakteru. Přitom se již nejedná o investiční certifikáty časově omezené (neboli splatné), ale i o „*open-end certifikáty*“ odvozované od vybraných komoditních burzovních indexů.⁴

B) STRUKTUROVANÉ DLUHOPISY

Strukturované dluhopisy bývají emitovány především významnými bankovními institucemi na určité, emisními podmínkami předem stanovené období, nepřesahující zpravidla dobu dvou let. Jejich podkladovými aktivy bývají sice zatím nejčastěji akcie (nebo akciové burzovní indexy), avšak může se jednat i o jiné druhy aktiv, včetně komodit.

Oproti „klasickým“ dluhopisům se strukturované dluhopisy vyznačují tím, že u nich vždy existují minimálně dva možné způsoby jejich vyplacení. Přitom může být buď pevně určeno, za jakých podmínek bude která varianta jejich splacení použita, nebo stanoveno, že její výběr provede v okamžiku splatnosti emitent. Přitom záleží pouze na emitentech, jaké strukturované dluhopisy vytvoří a budou nabízet potenciálním investorům, (resp. jak se sami zajistí proti možné ztrátě⁵). Všechny uvedené možnosti jejich případného splacení však musí být vždy přesně vymezeny v emisních podmínkách.

Z uvedeného vyplývá, že přestože se jedná o dluhopisy, nemusí být v případech předem pevně stanovených podmínek jejich splacení nijak podstatné jejich úročení, protože výnosy plynoucí z investic do těchto strukturovaných dluhopisů závisejí především na tom, jakou hodnotu budou mít jejich podkladová aktiva v okamžiku jejich splatnosti (resp. i po celou dobu jejich životnosti, kdy jsou aktuální hodnoty jejich podkladových aktiv nejvýznamnějším faktorem pro určení jejich ceny v případě realizace jejich případného předčasného odprodeje emitentům).⁶ Pokud se však jedná o případy, kdy má právo volby příslušné varianty jejich splacení emitent, v těchto případech bývá jejich úročení naopak významné a poměrně vysoké.⁷

Strukturované dluhopisy bývají sice často veřejně obchodovatelné, přesto však obchodovatelnost není nutnou podmínkou jejich existence. Pokud jsou obchodovány na

⁴ Konkrétně se jedná např. o indexy GSCI (Goldman Sachs Commodity Index), nebo RICI (Rogers International Commodity Index), aj.

⁵ Zpravidla investuje alespoň část peněz získaných prodejem strukturovaných dluhopisů do jejich podkladových aktiv.

⁶ Rovněž problematika případného předčasného odkupu emitentem musí být zakotvena v emisních podmínkách.

⁷ Vysoké úročení v těchto případech kompenzuje riziko plynoucí z toho, že emitent v okamžiku dospělosti dluhopisu samozřejmě zvolí pro něj nejvýhodnější variantu jeho splacení.

burze, zabezpečují jejich kótaci sami emitenti, a to buď přímo, nebo prostřednictvím jimi pověřeného obchodníka s cennými papíry. Vedle toho umožňují jejich prodej, resp. zpětný odkup i sami emitenti prostřednictvím vlastních bankovních poboček, přičemž je často konstruují v souladu s požadavky samotných zákazníků.

Přesto, že se zatím většinou jedná o investiční instrumenty jejichž podkladovými aktivy bývají především akcie, nebo akciové burzovní indexy, začínají se postupně objevovat i jiná podkladová aktiva. Přitom lze důvodně předpokládat, že je jen otázkou času, kdy se na finančních trzích rozšíří konstrukce strukturovaných dluhopisů, jejichž podkladovými aktivy sice zřejmě asi nebudou (vzhledem k jejich hmotné povaze) jednotlivé komodity, nýbrž souhrnné komoditní burzovní indexy (resp. koše komodit), vyplatitelné penězi.

C) SEKURITIZOVANÉ PÁKOVÉ DERIVÁTY

V poslední době se na finančních trzích rovněž postupně rozšiřují tzv. sekuritizované pákové derivátové instrumenty. Jde o vysoce spekulativní investiční nástroje, jejichž spekulativnost spočívá v tom, že obsahují finanční páku, jež umožňuje nadproporcionálně participovat na změnách cen (hodnot) různých druhů podkladových aktiv, a to jak na růstu jejich cen (hodnot), tak případně i na jejich poklesech. Přitom se může jednat o „*warranty*“, nebo o tzv. „*knock out instrumenty*“.

■ **Warranty:** Takto bývají označovány tzv. „sekuritizované“, burzovně obchodovatelné opční instrumenty,⁸ vycházející z vlastností kupních a prodejních opcí.⁹ Na rozdíl od nich však nevznikají tzv. otevíráním pozic na specializovaných opčních burzách, nýbrž bývají emitovány (podobně jako „klasické“ cenné papíry)¹⁰ na předem pevně stanovenou dobu, a to zpravidla v rozmezí od šesti měsíců do cca dvou let. Jsou charakteristické tím, že svým majitelům (investorům) poskytují právo na nákup či prodej určeného množství podkladového aktiva za předem určenou, tzv. realizační cenu */Strike Price/*, a to buď kdykoli během celé doby jejich životnosti (americký typ), nebo v předem pevně stanovený okamžik (evropský typ).

- Kupní warrant:** */Call Warrant/* představuje právo na nákup předmětného podkladového aktiva za realizační cenu.
- Prodejní warrant:** */Put Warrant/* představuje právo na prodej podkladového aktiva za realizační cenu.

Warranty jsou (stejně jako standardní opce) tzv. pákovými produkty. To vyplývá z toho, že jejich tržní cena je vždy podstatně nižší, než je cena podkladového aktiva, na něž jsou vázány. Tím vzniká tzv. „pákový efekt“, jenž způsobuje, že tržní ceny (kurzy) warrantů kolísají procentuálně podstatně více než ceny jejich podkladových aktiv. Tím jsou procentní zisky (resp. ztráty) investorů podstatně vyšší, než kdyby investovali přímo do jejich podkladových aktiv, jimiž bývají nejčastěji akcie, akciové burzovní indexy, měny, drahé kovy, komodity, komoditní indexy, ale případně i dluhopisy, úrokové sazby aj.

Warranty bývají emitovány významnými finančními institucemi (nejčastěji renomovanými investičními bankami), které je po celou dobu jejich životnosti kótují na

⁸ Vlastně se jedná o zvláštní druh opčních listů.

⁹ Vzhledem k tomu, že kupní a prodejní opce jsou všeobecně považovány za tzv. „*Plain-vanilla Opce*“, bývají warranty, vytvářené na jejich vlastnostech, rovněž někdy označovány jako „*Plain-vanilla Warranty*“.

¹⁰ Z toho pramení, že jsou označovány jako „sekuritizované“ opční instrumenty.

(emisními podmínkami) určené burze. To znamená, že na rozdíl od standardních opcí nevznikají tzv. otevíráním pozic na speciálních opčních burzách, ale jsou emitovány a obchodovány stejně jako „klasické“ cenné papíry na burzách promptních. Vývoj ceny (resp. kurzu) warrantu ovšem nezávisí (jako je tomu u „klasických“ cenných papírů) na vývoji nabídky a poptávky. V daném případě ji totiž emitent (jenž zpravidla zároveň vykonává funkci burzovního specialisty) průběžně odvozuje ve smyslu stanovených emisních podmínek od aktuální ceny (hodnoty) podkladového aktiva pomocí předem určených exaktních oceňovacích modelů.¹¹ Dalšími významnými faktory, jež se do prováděných výpočtů zahrnují, jsou i realizační cena, čas do splatnosti, emisní poměr, úrokové sazby a volatilita. Takto vypočtená hodnota warrantu je tzv. středem kotace, od něhož je na obě strany vytvářeno tzv. rozpětí /Spread/, neboli rozdíl mezi vyšší cenou poptávky a nižší cenou nabídky.¹²

Přitom platí, že:

- ♦ *Vnitřní hodnota kupního warrantu = Cena podkladového aktiva – Realizační cena*
- ♦ *Vnitřní hodnota prodejního warrantu = Realizační cena – Cena podkladového aktiva*

Zatímco vnitřní hodnota /*Intrinsic Value*/ warrantu představuje hodnotu, kterou by investor získal jeho okamžitým uplatněním,¹³ časová hodnota představuje (v emisních podmínkách určenou) prémii, kterou platí investor emitentovi za to, že pokud se splní jeho očekávání a hodnota podkladového aktiva se bude vyvíjet očekávaným směrem (u kupních warrantů poroste, u prodejních warrantů bude klesat), bude z vlastnictví zakoupeného warrantu nadproporcionálně (podle velikosti existující páky)¹⁴ profitovat. Nicméně je zřejmé, že počáteční velikost časové hodnoty se s blížícím termínem splatnosti (denně) postupně stále rychleji snižuje, až v okamžiku splatnosti bude nulová.

Většina investorů používá warranty ke spekulaci, jež spočívá v tom, že mohou s poměrně malými objemy peněžních prostředků realizovat nadproporcionální zisk, a to bez toho, aby si museli brát úvěr. Na druhé straně však musejí zároveň počítat i s tím, že při nepříznivém vývoji ceny (hodnoty) podkladového aktiva mohou pochopitelně rovněž realizovat nadproporcionální ztrátu. Přitom platí, že čím větší páku bude warrant obsahovat, tím větších výnosů, ale zároveň i větších ztrát může investor dosáhnout. Nicméně je zřejmé, že případná ztráta nemůže nikdy přesáhnout velikost pořizovací ceny (prémie) warrantu.¹⁵

Vedle spekulace mohou ovšem warranty sloužit i k hedgingu. Prostřednictvím kupních warrantů se mohou investoři, kteří v dané době nedisponují dostatkem peněžních prostředků pro přímý nákup zamýšlených investičních instrumentů, zajistit proti vzrůstu jejich cen. To lze provést tím způsobem, že nakoupí příslušný počet kupních warrantů odvozených od příslušných podkladových aktiv, která mohou v budoucnu získat buď

¹¹Např. Black-Scholes model, Binomický model apod.).

¹²Maximálně přípustná velikost spreadu bývá obsahem emisních podmínek.

¹³Což je ovšem v době životnosti warrantu možné pouze u warrantů amerického typu, jichž však bývá většina.

¹⁴Na velikost páky mají největší vliv především cena podkladového aktiva, cena warrantu a velikost emisního odběru. Přitom je zřejmé, že v době životnosti warrantu se v důsledku kolísání ceny (hodnoty) podkladového aktiva a ceny warrantu může průběžně měnit i hodnota finanční páky. Velmi vysoký pákový efekt se týká především warrantů u nichž zbývá velmi krátká doba do jejich splatnosti.

¹⁵Ve všech uvedených případech musí ovšem investoři do svých kalkulací zahrnovat transakční náklady, a to i tehdy, kdy se jedná o uplatnění warrantů.

uplatněním warrantů (za realizační cenu), nebo v případě značného vzestupu trhu se ziskem prodat warranty a z takto získaných peněz uvedená podkladová aktiva nakoupit. A pokud by trh naopak poklesl a kupní warranty ztratily svoji hodnotu, klesla by současně též cena jejich podkladových aktiv, která by bylo možno pořídit levněji. A pokud jde o hedging, prostřednictvím prodejních warrantů lze např. zajišťovat hodnotu portfolia. To lze provádět tím způsobem, že investor nakoupí prodejní warranty, jejichž cena při případném poklesu trhu vzroste, což vykompenzuje pokles hodnoty portfolia. A naopak, pokud trh vzroste, prodejní warranty sice svoji hodnotu ztratí, což však růst hodnoty portfolia vykompenzuje.

- **Knock-out produkty:** Jde o produkty vyznačující se tím, že obsahují tzv. knock-out hranici /*Knock-out Barrier*/, jejíž význam spočívá v tom, že pokud ji cena (hodnota) podkladového aktiva dosáhne (resp. prorazí),¹⁶ ztratí předmětný knock-out instrument veškerou svoji hodnotu a stane se neplatným.

Z hlediska konstrukční podstaty rozlišujeme dva základní druhy těchto produktů:

- **Knock-out warranty**
- **Knock-out certifikáty** (resp. tzv. turbocertifikáty)

Přestože oba výše uvedené typy knock-out produktů vykazují podobné vlastnosti, podstata jejich konstrukce je rozdílná.¹⁷

□ **Knock-out warranty**

Tento druh knock-out produktů¹⁸ vychází z vlastností tzv. bariérových opcí /*Barrier Options*/. Ty, přestože spadají do skupiny „exotických opcí“, tak svými vlastnostmi částečně připomínají kupní a prodejní (tzv. „plain-vanilla“) opce, a to jak evropského, tak i amerického typu. Rozdíl mezi nimi se ovšem projevuje až tehdy, pokud cena (hodnota) jejich podkladového aktiva dosáhne (prolomí) předem určenou tzv. „knock-out bariéru“, čímž se opce buď aktivují (stávají se platnými), nebo naopak inaktivují (svou platnost ztrácejí).

Podle tohoto kritéria rozlišujeme:

- ***Knock-in Options*** – jež se prolomením knock-out hranice aktivují, přičemž jejich knock-out bariéra se označuje jako „*Knock-in barrier*“.
- ***Knock-out Options*** – jež jsou zpočátku platné, a prolomením knock-out hranice platnost definitivně ztrácejí. Jejich knock-out bariéra se označuje jako „*Knock-out Barrier*“.

Je tedy zřejmé, že „Knock-out warranty“ představují z konstrukčního hlediska warranty, jež souvisejí s „knock-out opcemi“. Jde o sekuritizované opční instrumenty, derivované od různých druhů podkladových aktiv (nejčastěji od akciových burzovních indexů, resp. od

¹⁶Zda „dosáhne“ nebo „prorazí“, to záleží na emisních podmínkách.

¹⁷V praxi se ovšem stává, že emitenti knock-out produktů v názvosloví konstrukční rozdíly mezi knock-out warranty a knock-out certifikáty často nerespektují. Tím ovšem způsobují, že investoři mohou být uvedeni v omyl., protože vlastnosti těchto dvou druhů knock-out instrumentů jsou v některých parametrech odlišné.

¹⁸V praxi bývají poměrně často (i když z teoretického pohledu nepřesně) označovány jako „turbocertifikáty“.

akciových košů), případně i od dalších aktiv, kterými mohou být rovněž komodity, případně komoditní burzovní indexy. Oproti tzv. „plain-vanilla warrantům“¹⁹ vykazují většinou vyšší páku */Leverage/*, a co je hlavně důležité, mají určenou „knock-out hranici“. Ta je významná z toho důvodu, že její prolomení způsobí neplatnost knock-out instrumentu, čímž zabraňuje tomu, aby ztráta investora přesáhla výši jeho investičních nákladů (což je významné zejména v případech kdy u knock-out warrantu sjednána vysoká páka).

Knock-out warranty mohou být stejně jako „plain-vanilla warranty“ kupního i prodejního typu:

- Knock-out Call Warrant:**²⁰ Jde o tzv. „býčí knock-out“ */Bull Knock-out/*, jehož cena roste, pokud se zvyšuje cena (hodnota) jeho podkladového aktiva. Při poklesu ceny (hodnoty) podkladového aktiva se naopak cena tohoto instrumentu snižuje, přičemž pokud by došlo k dosažení (prolomení) knock-out hranice (směrem dolů), je Knock-out Call Warrant emitentem automaticky ukončen a vypořádán.
- Knock-out Put Warrant:**²¹ Jde o tzv. „medvědí knock-out“ */Bear Knock-out/*, jehož cena roste, pokud klesá cena (hodnota) jeho podkladového aktiva. Při růstu ceny (hodnoty) podkladového aktiva se naopak cena tohoto knock-out produktu snižuje, přičemž pokud by došlo k dosažení (prolomení) knock-out hranice (směrem nahoru), je Knock-out Put Warrant emitentem automaticky ukončen a vypořádán.

Z uvedeného vyplývá, že knock-out hranice vlastně představuje nulovou vnitřní hodnotu knock-out warrantu, přičemž tím, že se při jejím dosažení životnost knock-out warrantů předčasně ukončí, brání se vlastně tomu, aby se jejich vnitřní hodnota stala zápornou. To je zásadní rozdíl oproti normálnímu „Call Warrantu“, který by v případě obnovení růstu ceny (hodnoty) svého podkladového aktiva mohl opět nabýt své vnitřní hodnoty a být tzv. „v penězích“.

Knock-out certifikáty (turbocertifikáty)

Konstrukce knock-out certifikátů (označovaných rovněž jako turbocertifikáty) je ve srovnání s knock-out warranty poněkud jiná. Též se sice jedná o syntetické pákové investiční produkty, avšak pákový efekt není opčního charakteru. Finanční páky je v daném případě dosaženo tím, že emitent financuje podstatnou část otevřené pozice, čímž investor nakupuje podkladové aktivum za zlomek ceny jeho skutečné hodnoty, za což ovšem platí emitentovi úrok.

V zásadě rozlišujeme dva druhy knock-out certifikátů (turbocertifikátů):

- Knock-out Long certifikáty** (resp. Turbo Long certifikáty)
- Knock-out Short certifikáty** (resp. Turbo Short certifikáty)

¹⁹Jako „plain-vanilla warranty“ bývají označovány warranty založené na kupních a prodejních opcích (neboli na „plain-vanilla opcích“).

²⁰Někdy bývají také označovány jako „Knock-out Long Warranty“.

²¹Někdy bývají také označovány jako „Knock-out Short Warranty“.

Z uvedeného je zřejmé, že se nejedná o opce, nýbrž o mechanismus spekulace na vzestup prostřednictvím úvěrování („Margin“), případně na pokles prostřednictvím realizace tzv. krátkých (resp. prázdných) prodejů („Short Sell“).

- Knock-out Long certifikáty** umožňují dosahovat zisku na rostoucích trzích. Z pohledu investora se vlastně jedná o kupní pozici podkladového aktiva, pod jehož aktuální cenou (hodnotou) leží knock-out hranice, jež bývá u „obyčejných“ Knock-out Long certifikátů totožná s tzv. realizační (bazickou) cenou, jež určuje, do jaké výše financuje nákup podkladového aktiva emitent.
- Knock-out Short certifikáty** umožňují dosahovat zisku na klesajících trzích. Jedná se vlastně o prodejní pozici podkladového aktiva, přičemž knock-out hranice leží nad jeho aktuálním kurzem.

ZÁVĚR

Je zřejmé, že význam komodit v soudobé ekonomice postupně narůstá, přičemž lze očekávat, že i v budoucnu bude tento trend dále pokračovat. Shrňme-li důvody vedoucí k tomuto tvrzení, jsou následující:

- 1) V první řadě postupně narůstá zájem o investování do reálných aktiv, kde právě komodity, jako standardizovatelná a tudíž i pro obchodování vhodná aktiva, nabývají stále většího významu. Je to způsobeno zejména tím, že disponují některými vlastnostmi, které finanční instrumenty nemají, jako je např. odolnost proti inflaci apod. Proto lze očekávat, že nárůst zájmu o investování do komodit není pouze krátkodobou záležitostí, ale bude pokračovat i v budoucnu, čímž se budou současně zvyšovat i objemy obchodů realizovaných na komoditních burzách.
- 2) Dále je pochopitelné, že především fondy kolektivního investování, které jsou v současnosti nejvýznamnějšími institucemi přeměňující peníze drobných investorů ve fyzický kapitál, nebudou (a zpravidla ani nesmí) investovat jim svěřené peněžní prostředky do „nekvalitních“ – v daném případě se rozumí „nelikvidních“ aktiv, u nichž existuje nebezpečí poměrně snadné manipulace s jejich kurzy. Proto vyhledávají (a rovněž i v budoucnu budou muset vyhledávat) pouze takové komodity, jež jsou obchodovány na prestižních komoditních burzách.
- 3) Ani rozvoj strukturovaných produktů, jejichž podkladovými aktivy jsou komodity, není možný bez toho, aby dobře nefungovaly komoditní burzy. Je tomu tak proto, že pouze burzy kótují transparentní kurzy, na jejichž základě je možno vytvářet tolik potřebné komoditní burzovní indexy (resp. komoditní koše), využitelné jako podkladová aktiva. Přitom lze předpokládat, že v budoucnu bude strukturovaných produktů postupně přibývat, přičemž u mnohých z nich najdou rovněž zcela určitě uplatnění právě komodity.
- 4) Vycházejíce z toho, že vzájemné propojování komodit s finančními investičními instrumenty přispívá k převádění peněžních prostředků investovaných na finančních trzích do financování jejich odbytu (případně k dalšímu rozvoji jejich produkce), lze tento trend považovat za přínosný. A protože lze důvodně předpokládat, že bude pokračovat i v budoucnu, bude se zákonitě také zvyšovat i význam komoditního burzovníctví.

Závěrem lze vyslovit předpoklad, že burzovní obchodování komodit se bude v budoucnu rozšiřovat nejenom co do velikosti obchodovaných fyzických objemů, ale i co do počtu burzově obchodovaných komodit. A navíc, vzhledem k postupující globalizaci světové

ekonomiky se dá dále předpokládat i to, že budoucí rozšiřování burzovního obchodování se bude realizovat spíše než nově vznikuvšími burzami prostřednictvím burz stávajících, které budou navíc postupně integrovat (a to případně i s burzami cenných papírů).

LITERATURA

- [1] Jílek, J.: Finanční a komoditní deriváty, Praha, Grada, 2002. ISBN 80-247-0342-4.
- [2] Delatree, E: Nové finanční nástroje, Praha, HZ Editio, 2000. ISBN 80-86009-30-0
- [3] Giddy, I. H.: Global financial markets, Toronto, D. C. Health and Company, 1994. ISBN 0-669-24605-0
- [4] Rejnuš, O.: The significance of commodity exchanges for trade in agricultural products in the Czech Republic, and prospects of their future development. AGRICULTURAL ECONOMICS Volume 48, 2002 Number 10, str. 467- 472. ISSN 0139-570X
- [5] Rejnuš, O.: Peněžní ekonomie – Finanční trhy, VUT Brno, nakladatelství CERM, 3. přepracované a rozšířené vydání, 2007. ISBN 978-80-214-3466-0.
- [6] Rose, P. S.: Money and capital markets, Fourth edition, Boston, IRWIN,1992. ISBN 0-256-08300-2.
- [7] Sharpe, W. F., Alexander, G. J.: Investice, Praha, Victoria Publishing, 1994. ISBN 80-85605-47-3.
- [8] Solnik, B., McLeavey, D.: International Investments, Fifth Edition, Boston, Pearson Addison Wesley, 2003. ISBN 0-201-78564-4.

KOMPARACE VELIKOSTNÍ STRUKTURY ZEMĚDĚLSKÝCH PODNIKŮ ČR A EU

SIZE STRUCTURE COMPARISON OF AGRICULTURE HOLDINGS IN CZECH REPUBLIC AND EU MEMBER STATES

Ivo Zdráhal¹

ABSTRAKT

Příspěvek se zabývá popisem a analýzou velikostní struktury zemědělských podniků v EU a České republice, která v poslední dekádě vlivem reformy Společné zemědělské politiky, vstupem nových zemí a působením tržních vlivů prochází obměnou. Jsou vymezeny determinanty spouštějící procesy konsolidace a koncentrace v tomto odvětví. Další část práce je věnována především změnám velikostní struktury EU jako celku tak i v jednotlivých zemích.

KLÍČOVÁ SLOVA

fragmentace, konsolidace, struktura odvětví, zemědělství

ABSTRACT

The paper deals with description and analysis of the size structure of agriculture holdings in Czech republic and in EU member states that transform due to reforms of CAP, new member states enter and market influences in last decade. Determinants leading to consolidation and concentration market structure are defined. Consequently, the analysis of changes in size structure, both in EU and inside the member states is undertaken.

KEY WORDS

fragmentation, consolidation, market structure, agriculture

ÚVOD

Evropské a tedy i české zemědělské podniky v současnosti procházejí obdobím, kdy jsou nuceny hledat cesty, jak dlouhodobě obstát a zajistit si prosperitu v epoše měnícího se celkového podnikatelského prostředí, jak z hlediska postavení a významu zemědělství, tak i koncepce jeho podpory a regulace v rámci společné zemědělské politiky EU (dále SZP).

Formování agrobiznisu přináší nové pohledy do tradičních přístupů a hodnocení technicko-ekonomické efektivnosti zemědělských podniků i uplatnění zemědělských soustav hospodaření. Mění předpoklady konkurenceschopnosti a vývoje důchodových zdrojů zemědělského podniku.

Tradiční tržní struktura zemědělství, která je v ekonomické literatuře často využívána jako příklad odvětví nesoucího typické znaky dokonalé konkurence, dostává vlivem zapojení dalších článků agrobiznisu do systému potravinového hospodářství nové dimenze a možnost

¹ Ing. Ivo Zdráhal, e-mail: i.zdrahal@seznam.cz, Ústav podnikové ekonomiky PEF MZLU v Brně, Zemědělská 1, 613 00 Brno

zemědělských podniků uspět v konkurenci je významně ovlivňována důsledky nedokonalé konkurence v odvětvích, které na zemědělství navazují.

CÍL A METODIKA

Cílem tohoto příspěvku je charakterizovat změny velikostní struktury zemědělských podniků posouzením roztržitosti nebo konsolidace odvětví zemědělské výroby v ČR a v EU27 jako celku, tak i v jednotlivých zemích Unie.

Příspěvek se skládá ze dvou částí z nichž první se zabývá definicí a předpoklady roztržitosti odvětví a možných příčin změn velikostní struktury ve spojitosti se zemědělstvím. Druhá část je věnována změnám ve velikostní struktuře zemědělských podniků v EU v poslední dekádě.

Příspěvek srovnává jednotlivé státy i uvnitř EU27. V rámci prezentace výsledků jsou použity tyto zkratky pro jednotlivé země: AT – Rakousko, BE – Belgie, BG – Bulharsko, CY – Kypr, CZ – Česká republika, DE – Německo, DK – Dánsko, ES – Španělsko, EE – Estonsko, F – Francie, FI – Finsko, EL – Řecko, HU – Maďarsko, IT – Itálie, IE – Irsko, LU – Lucembursko, LT – Litva, LV – Lotyšsko, MT – Malta, NL – Nizozemí, PT – Portugalsko, PL – Polsko, RO – Rumunsko, SE – Švédsko, SI – Slovinsko, SK – Slovensko, UK – Velká Británie, BG-Bulharsko, RO- Rumunsko.

Tyto státy byly členy Evropské Unie (EU) během sledovaného období nebo byly kandidátskými zeměmi. V práci je uvažováno i rozdělení států EU do následujících podskupin:

EU27 zahrnuje státy EU25 spolu s Bulharskem a Rumunskem.

Zkratkou EU25 jsou myšleny takzvané státy EU15, ale i EU10. Mnohé komparace jsou uváděny pro rok 2003 a je zde již uvažováno všech 25 zemí i když rokem vstupu EU10 byl rok 2004.

EU10 – myšleny jsou státy přijaté v roce 2004, jmenovitě Malta, Česká republika, Kypr, Estonsko, Maďarsko, Litva, Lotyšsko, Malta, Polsko, Slovinsko, Slovensko.

EU15 – mezi tyto země patří: Rakousko, Belgie, Německo, Dánsko, Španělsko, Francie, Finsko, Velká Británie, Řecko, Itálie, Irsko, Lucembursko, Nizozemí, Portugalsko a Švédsko.

VÝSLEDKY A DISKUZE

Pro obecnou charakteristiku roztržitého odvětví lze použít definici Portera (1994), který definuje roztržitěné odvětví jako strukturální prostředí, ve kterém soutěží mnoho firem, tj. odvětví, v němž žádná firma nemá žádný významný podíl na trhu a nemůže silně ovlivňovat výsledky odvětví. Roztržitěná odvětví lze nalézt v mnoha oblastech ekonomiky a právě zemědělská výroba je jedním z nich.

Možné příčiny změn velikostní struktury

Odvětví obecně jsou koncentrována či fragmentována z rozmanitého množství důvodů a s velice odlišnými důsledky pro konkurenci v nich. Některá odvětví jsou roztržitěná z historicky daných důvodů – kvůli zdrojům nebo schopnostem firem tvořících jejich historii – a není v nich žádný důležitý ekonomický základ pro fragmentaci. Často se však jedná o důvody ekonomické, či o kombinaci obou vlivů.

Mezi rozhodující ekonomické důvody jsou zahrnovány zejména: [7]

Celkově nízké překážky vstupu: Téměř všechna roztržitěná odvětví mají celkově nízké překážky vstupu, jinak by v nich nemohlo působit tolik drobných firem. Nízké překážky vstupu jsou základním předpokladem fragmentace a jsou zpravidla doprovázeny jednou z příčin uvedenou níže.

Absence úspor z rozsahu nebo zkušenostní křivky: Většina z roztržštěných odvětví je charakteristická absencí významnějších úspor z rozsahu nebo zkušenostní křivky ve všech hlavních směrech podnikání, ať už je to výroba, marketing, distribuce nebo výzkum.

Vysoké dopravní náklady: Vysoké dopravní náklady omezují velikost efektivní továrny nebo místa výroby, přestože by zde byly přítomny úspory z rozsahu.

Vysoké náklady na udržování zásob nebo náhodné kolísání odbytu: Tyto náklady a náhodné kolísání odbytu znemožňují výstavbu velkokapacitních, nákladných zařízení a jejich provoz obsahující významné úspory z rozsahu v případě, že musí být výroba zvyšována a snižována.

Z velikosti neplynou při jednání s odběrateli nebo dodavateli žádné výhody: Struktura skupin odběratelů a odvětví dodavatelů je taková, že firma nezískává při jednání s těmito návaznými podniky výhodnější podmínky díky tomu, že je velká.

Záporné úspory z rozsahu v některém důležitém směru: Nehospodárnost z rozsahu může pramenit z množství faktorů. Pro rychlé změny výrobků a požadavků spotřebitele vyžadující rychlou reakci a usilovnou koordinaci funkcí může být velká firma méně efektivní nežli firma menší.

Překážky výstupu: Jestliže existují překážky výstupu, okrajové firmy se budou snažit zůstat v odvětví a tím zdrží konsolidaci. Kromě ekonomických překážek výstupu jsou v roztržštěných odvětvích běžné manažerské překážky výstupu. Mohou se vyskytovat konkurenti s cíli, které nemusí být orientovány ziskově.

Další faktory zapříčiňující roztržštěnost odvětví mohou být: *Rozmanitost potřeb trhu, vysoká diferenciací produktů, místní regulační opatření, vládní zákaz koncentrace a novost odvětví.*

Konkrétní projevy v zemědělství

Situaci v konkrétním odvětví může determinovat kupř. pouze jediný z faktorů uvedených v předchozí části. Jestliže tato základní překážka konsolidace (příčina fragmentace) může být překonána, většinou to odstartuje proces, kterým se mění celá struktura odvětví. Překonání roztržštěnosti může být velmi významnou strategickou příležitostí. Přínos z konsolidace roztržštěného odvětví obecně může být vysoký, protože náklady na vstup do něj jsou nízké a vyskytují se v něm obvykle malí a relativně slabí konkurenti, kteří představují malou hrozbu odvety. V současné zemědělské výrobě existuje mnoho faktorů podporujících konsolidaci a koncentraci odvětví. Zde jsou uvedeny některé z nich:

Klíčem ke schopnosti obstát v konkurenci při převaze nabídky na evropském trhu zemědělských výrobků se při pokračující liberalizaci trhu nutně stává snižování jednotkových nákladů produkce a zvyšování produktivity faktorů pomocí využívání efektů výnosů z rozsahu, úspor z rozsahu a výhod z šíře výroby. [2]

Mění se charakter, struktura i podmínky poptávky po zemědělské produkci. Procesy konsolidace v potravinářském průmyslu posilují vyjednávací sílu nejen na trzích potravinářských výrobků, ale zosťřují konkurenci i při volbě dodavatelů zemědělských surovin.[2] Z těchto skutečností (mimo jiné) vyplývá, že pro růst konkurenceschopnosti zemědělských výrobců v dané tržní struktuře je jednou z variant řešení růstu jejich koncentrace, zejména v případě, že se na jednotlivých komoditních trzích posiluje monopsonní nebo oligopsonní postavení odběratelů. [3]

Nutnost nejen efektivně vyrábět na vysoké technologické úrovni, ale i permanentně sledovat a predikovat vývoj, strukturu a podmínky poptávky na trzích zemědělských výrobků a být schopen rozhodnout o tom, které změny mají dlouhodobější charakter a na ně pak reagovat případnou změnou struktury výroby. Znalosti a zkušenosti zvyšující kvalitu analýz znamenají komparativní výhodu, která určuje a mění pozice firem, regionů nebo zemí. [2]

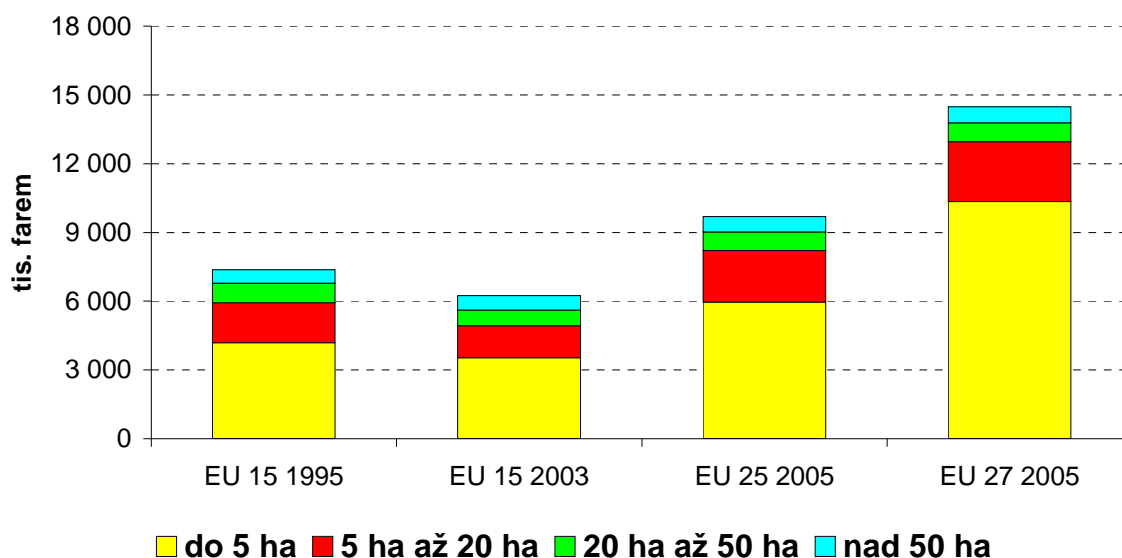
Obchodní místa zůstávají v konkrétních lokalitách, ale firmy, které vyrábějí, zpracovávají a distribuují, mohou být kdekoliv na světě.[5]

Konsolidační procesy lze také hodnotit jako jeden z projevů reformy SPZ a obecně liberalizačních tendencí.[11]

Změny počtu a velikostní struktury zemědělských podniků v EU

Počty a velikostní struktura zemědělských podniků v EU prošly za poslední dekádu výraznými změnami. Do začlenění států střední a východní Evropy v roce 2004 probíhal pomalý trend poklesu celkového počtu farem. Dvě vlny rozšiřování, jak ta v roce 2004, tak i druhá v podobě přistoupení Bulharska a Rumunska sebou přinesly významnou změnu struktury zemědělských podniků. Původní EU 15 čítala v roce 2003 kolem 6 milionů farem, kdežto dnes je to již necelých 15 milionů zemědělských podniků. Tento nárůst byl příznačný především pro kategorii těch nejmenších farem do 5 hektarů, jejichž počet se zhruba ztrojnásobil. Jak můžeme pozorovat na obrázku číslo 1, velikostní struktura zemědělských podniků v EU 27 je tvořena především malými farmami o rozsahu obhospodařované zemědělské půdy do 5 hektarů (70 %), následuje kategorie od 5 do 20 ha (20 %) a kategorie od 20 do 50 ha a nad 50 ha, každá kolem 5 %.

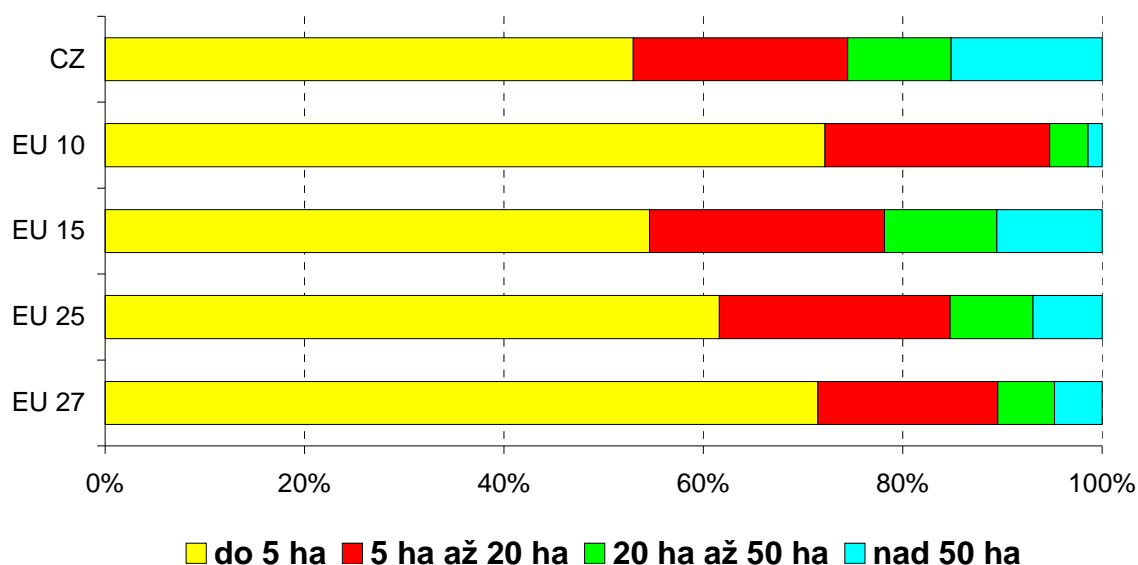
Obrázek 1: Vývoj počtu farem v EU v posledním desetiletí



Zdroj: Eurostat a Evropská komise

Pokud porovnáme velikostní strukturu České republiky vzhledem k různým průměrům skupin zemí EU, nejvíce se podobá struktuře starých zemí Evropské Unie. Velikostní struktura České republiky je tak tvořena z 53 % malými farmami do 5 ha, z 22 % od 5 do 20 ha, 10 % jsou zemědělské podniky od 20 ha do 50 ha a 15 % z celku zemědělské podniky nad 50 ha (obrázek 2).

Obrázek 2: Srovnání velikostní struktury zemědělských podniků ČR s průměrem EU (2005)

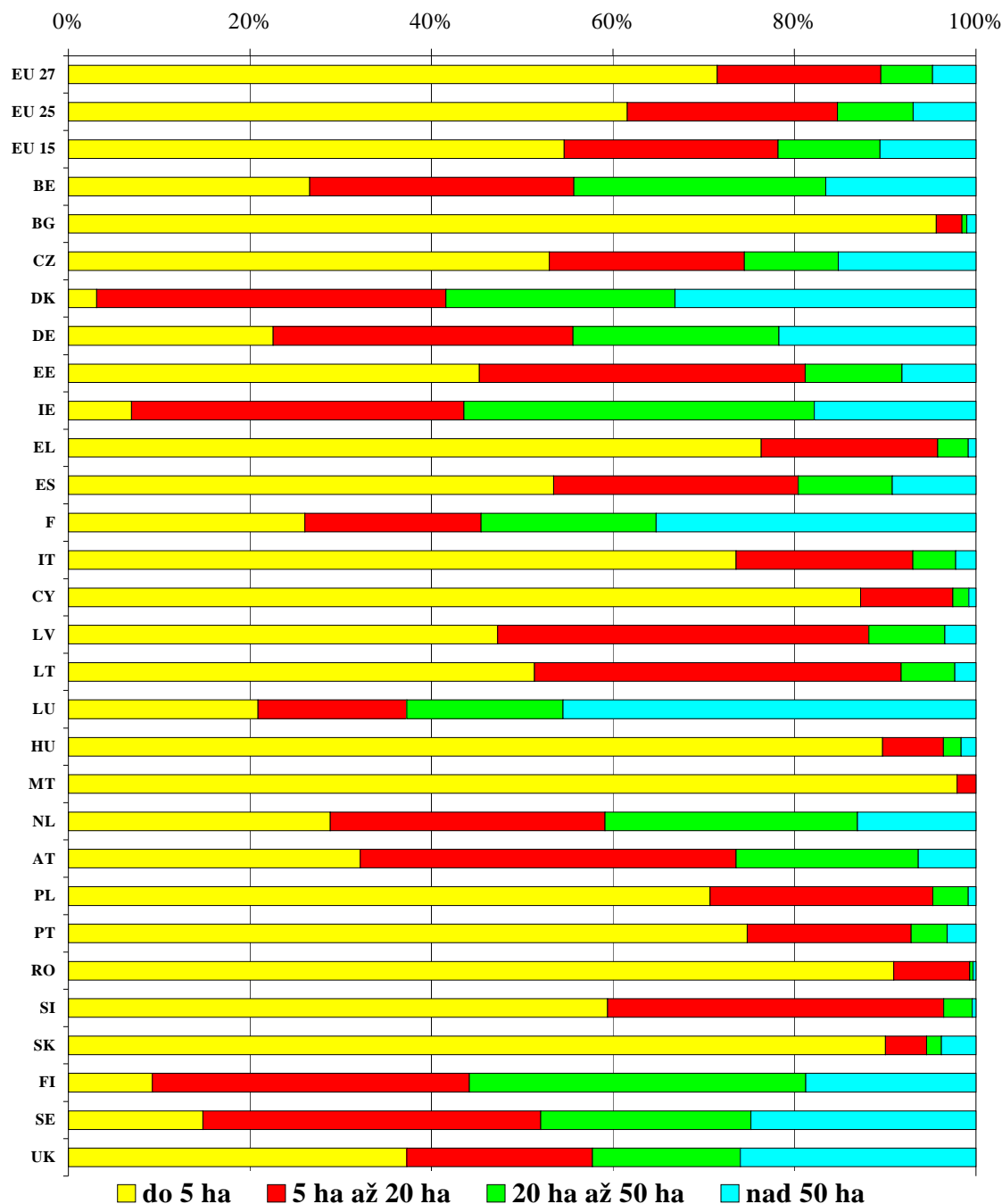


Zdroj: Eurostat a Evropská komise

Zaměřit se pouze na porovnávání průměru by mohlo být velice ošidné a jak nám ukazuje obrázek 3 pokud rozkryjeme velikostní struktury zemědělských podniků v každé z evropských zemí zvlášť, dostaneme obraz Evropy, který se značně liší od hodnot “typické” země.

Najít mezi 27 zeměmi dvě se stejnou velikostní strukturou je nemožné. Můžeme však popsat skupiny zemí se strukturou alespoň podobnou. Příkladem zemí s výraznou převahou malých farem a minimem těch velkých je např. Bulharsko, Řecko, Itálie, Maďarsko, Rumunsko a Slovensko. Naopak země s výraznějším podílem velkých zemědělských podniků jsou Dánsko, Irsko, Finsko, Švédsko. Relativně stejné zastoupení ve všech čtyřech kategoriích je pak význačné pro Francii a Velkou Británii.

Obrázek 3: Velikostní struktura zemědělských podniků v EU podle počtu farem v jednotlivých kategoriích (2005)

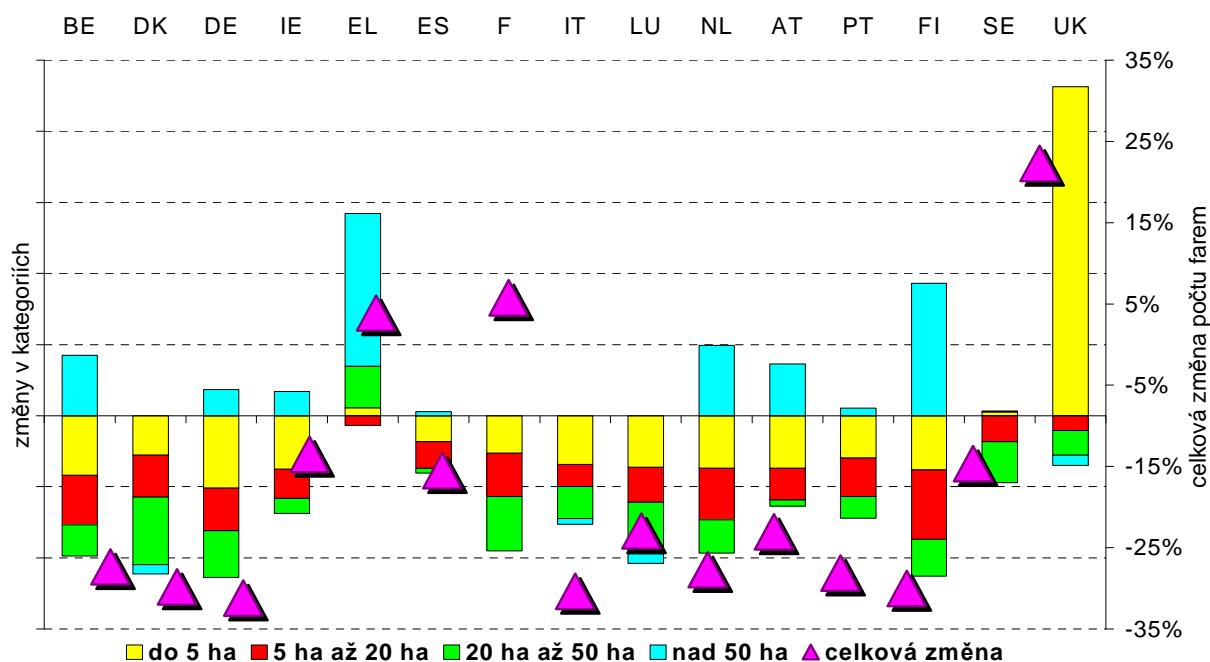


Zdroj: Eurostat a Evropská komise

Jak jsme již měli možnost poznat, velikostní struktura mezi jednotlivými zeměmi, tak i uvnitř zemí samotných se liší. Tato rozdílnost se také mění v čase.

Na obrázku 4 je znázorněna změna v jednotlivých velikostních kategoriích mezi lety 1995 a 2005 ve státech EU 15. Ve všech zemích je patrný pokles celkového počtu zemědělských podniků s výjimkou Řecka, Francie a Velké Británie a dále pak trend růstu počtu farem nad 50 ha. V ostatních velikostních kategoriích počty zemědělských podniků klesají. Výjimkou je Velká Británie, kde však došlo ke změně metodiky, takže data plně nemusí vypovídat o možné realitě.

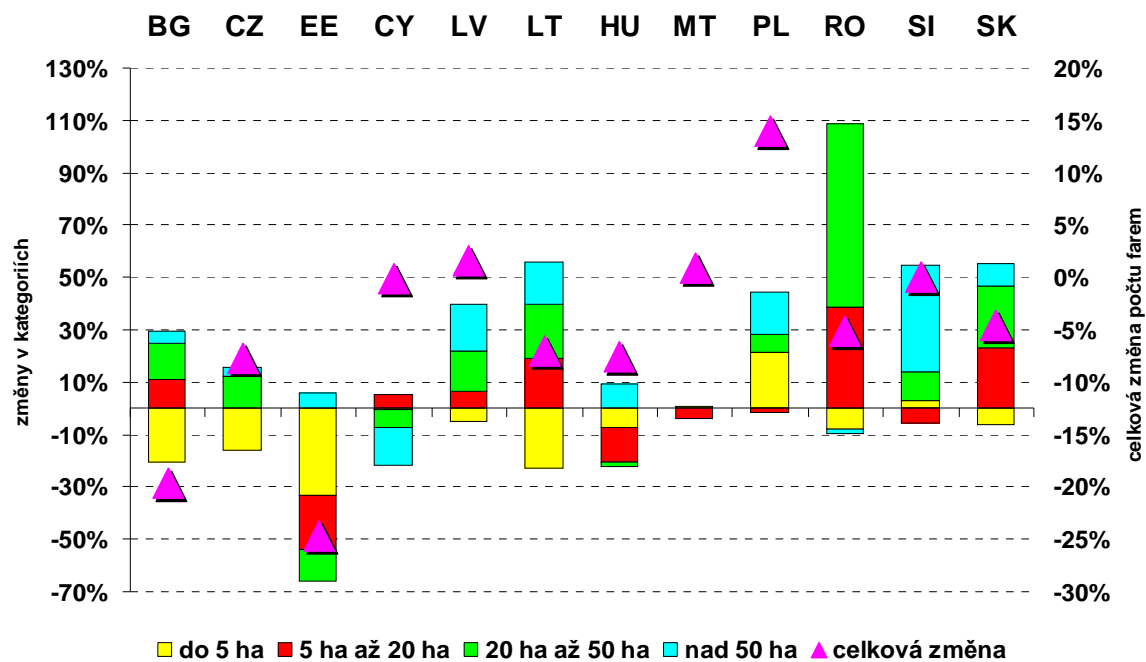
Obrázek 4: Změny počtu zemědělských podniků v EU 15 v jednotlivých kategoriích (1995-2005)



Zdroj: Eurostat a Evropská komise

Za nové členské země EU je k dispozici prozatím jen datová řada za roky 2003 a 2005. Na obrázku 5 je viditelný úbytek počtu farem v kategorii do 5 ha a naopak převahuje rostoucí počet zemědělských podniků nad 50 ha. Změny v ostatních velikostních kategoriích se mezi zeměmi liší a zřejmě až delší časové období naznačí jaký bude probíhat vývoj.

Obrázek 5: Změny počtu zemědělských podniků v nových členských zemích (2003-2005)

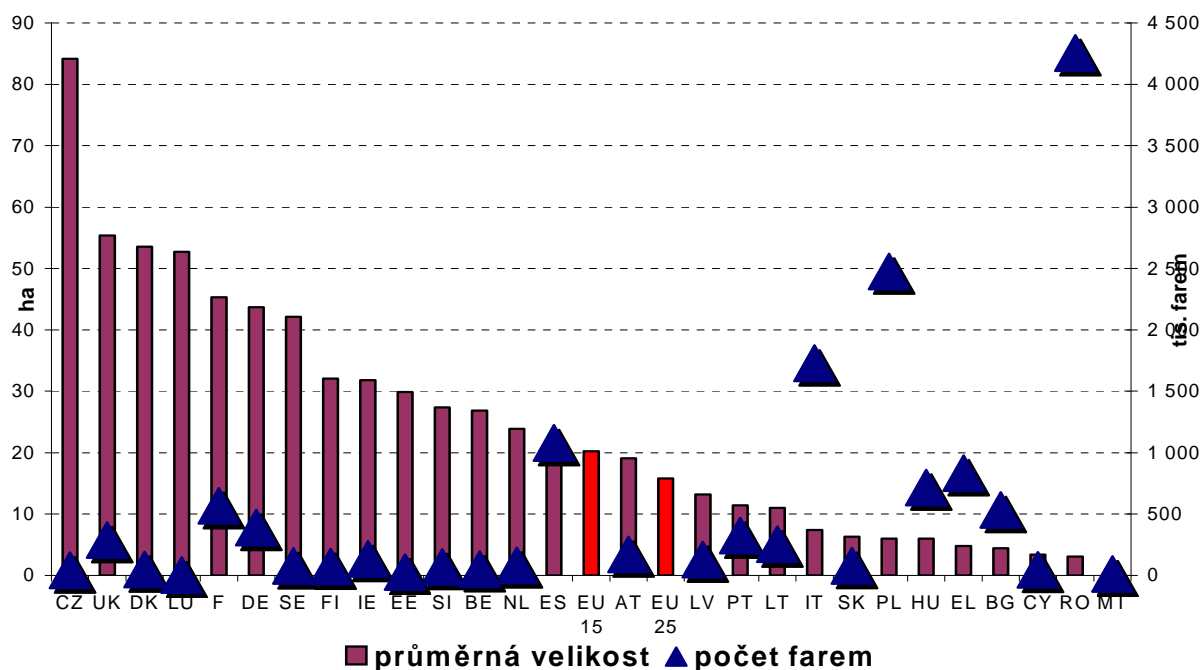


Zdroj: Eurostat a Evropská komise

Velikostní rozmanitost farem států EU lze taktéž dobře pozorovat srovnáme-li průměrnou velikost zemědělských podniků (obrázek 6). Na pomyslném prvním místě se nachází Česká republika s 85 ha na farmu. Obecně můžeme konstatovat, že staré členské státy (např. Velká

Británie, Dánsko, Francie, Německo a jiné) mají průměrnou velikost zemědělského podniku vyšší než státy, které přistoupily v roce 2004 a 2007.

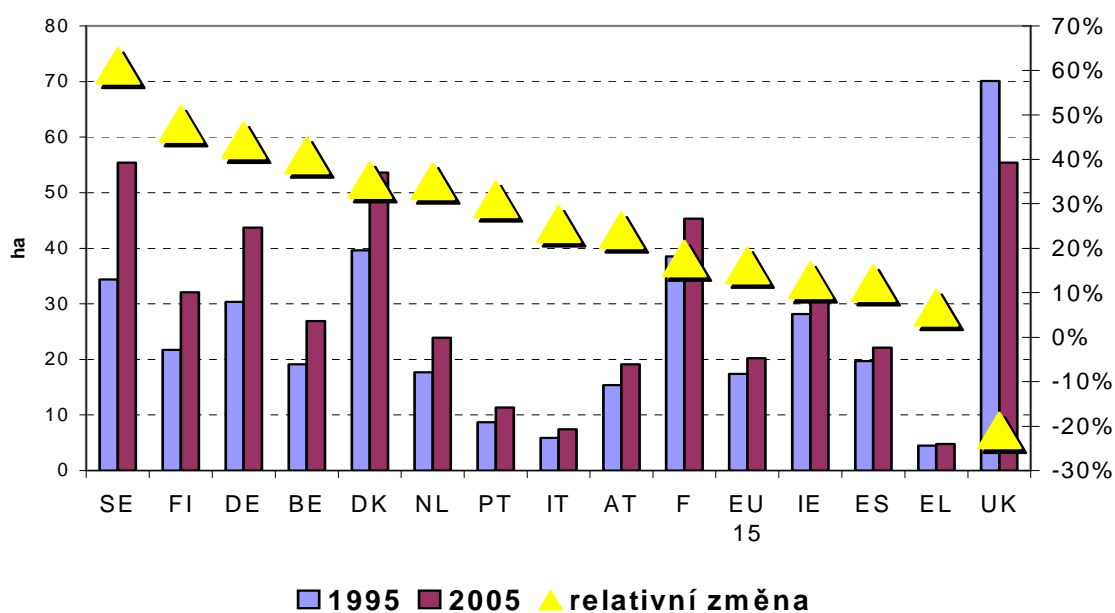
Obrázek 6: Počet a průměrná vybavenost zemědělských podniků půdou v EU (2005)



Zdroj: Eurostat a Evropská komise

V posledních dekádě prošla významnou změnou průměrná vybavenost zemědělského podniku půdou v zemích EU 15 (obrázek 7). Pouze ve Velké Británii nevzrostl tento ukazatel a jak již bylo řečeno v předcházejících pasážích tohoto článku, změna metodiky nedovoluje plně odhadnout vývoj v této zemi. V ostatních státech je patrný trend zvětšování farem. Důvodem by mohl být tlak na snižování jednotkových nákladů za využití výhod z rozsahu, úspor z rozsahu a případně výhod z širší výroby nebo i jiné důvody zdůvodněné v teoretické části. V nových členských státech došlo k růstu průměrné velikosti zemědělských podniků v Estonsku, České republice, Litvě, Lotyšsku a Maďarsku, naopak poklesu v Polsku a na Slovensku. V Slovinsku je stav mezi roky 2003 a 2005 nezměněn.

Obrázek 7: Změna průměrné vybavenosti zemědělských podniků půdou v starých zemích EU (1995-2005)



Zdroj: Eurostat a Evropská komise

Velikostní struktury zemědělských podniků ve světě-příklad USA

Zemědělské podniky jsou značně rozdílné, počínaje malými farmami na kterých se hospodaří jen z tradice a pro dožití majitele až po firmy s ročním obratem v milionech dolarů. Většinu z nich, (98 % v roce 2004) tvoří rodinné farmy. Velmi velké zemědělské podniky jak rodinného, tak i nerodinného typu zaujímají sice 10 % z celkového počtu, ale podílí se na 75 % celkové hodnoty produkce. Malé rodinné farmy jsou ve struktuře zemědělských podniků zastoupeny největší mírou, mají však jen malý podíl na celkové produkci a jsou často závislé na jiných než zemědělských příjmech.

Fenomén super velkých farem

V poslední době upoutává agrární ekonomii nový fenomén. Jedná se o velmi velké zemědělské podniky vlastněné mnohdy kapitálem z jiných zdrojů než zemědělských (např. energetika). Velikostně se pohybují mezi 10 až 100 tisíci hektarů a to jak v jedné zeměpisné oblasti případně se jedná o kapitálové propojení farem z různých regionů. Tyto farmy jsou řízeny na průmyslovém základě, jsou uplatňovány progresivní manažerské styly, nové technologie a především silná zisková orientace a agresivní tržní chování.

ZÁVĚR

Zemědělské podniky v EU nejsou homogenní soubor, nýbrž jsou tvořeny poměrně různorodými skupinami. Velikostní struktury popsané v tomto příspěvku se nejen liší mezi jednotlivými členskými státy, ale diverzitu lze najít i uvnitř těchto států. Je to dáno rozdílným historickým vývojem zemědělství jednotlivých zemí, avšak i působením dalších faktorů způsobující procesy měnící strukturu zemědělství.

Velikostní struktura farem v České republice je od mnohých států EU odlišná relativně vysokým počtem na evropské poměry velkých farem nad 50 ha. Průměrná velikost zemědělského podniku v České republice je vůbec největší ze členských států EU. Ta by mohla být výhodou, při využití výhod a úspor z rozsahu, jako možnost snižování jednotkových nákladů.

Jak již bylo uvedeno v teoretické části této práce, existují v současném zemědělství faktory jako jsou *úspory z rozsahu vedoucí ke snižování jednotkových nákladů, existence zkušenostní křivky znamenající komparativní výhodu, z velikosti plynoucí výhody při jednání s odběrateli nebo dodavateli jako obrana jejich rostoucí tržní a vyjednávací síle a další*, které mohou spouštět procesy konsolidace a koncentrace. Možný vliv jednotlivých činitelů však nelze z uvedených výsledků přesně kvantifikovat.

Příspěvek byl zpracován v rámci řešení tématického směru 04 Výzkumného záměru PEF MZLU MSM 6215648904 Česká ekonomika v procesech integrace a globalizace a vývoj agrárního sektoru a sektoru služeb v nových podmínkách evropského integrovaného trhu.

LITERATURA

1. BAIN, J.S. Barriers to new competition. Cambridge, Harvard University Press, 1956.
2. BEČVÁŘOVÁ, V.: *Integration in Agribusiness and Policy Implication*. In. "European Integration: Local and Global Consequences; Sborník z mezinárodní vědecké konference, MZLU Brno, září 2004, Consequence Proceedings ISBN 80-7355-023-7.
3. BEČVÁŘOVÁ, V.: *Podstata a ekonomické souvislosti formování agrobiznisu*. Brno: MZLU Brno, 2005. 68 s. ISBN 80-7157-911-4.
4. BEČVÁŘOVÁ, V.: *Změny podnikatelského prostředí zemědělských podniků formované vývojem agrobiznisu*. In. Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelinae Brunensis, Vol. LII, No3/2004, ISSN 1211-8516.
5. BEČVÁŘOVÁ, V.: *Zemědělství v agrobiznisu - základy agrární ekonomiky a politiky*. MZLU v Brně, 2005, ISBN 80-7157-891-6.
6. GREGA, L. *Teoreticko metodologické aspekty posuzování konkurenceschopnosti zemědělství*. Brno: MZLU Brno, 2004. 81 s. ISBN 80-7157-822-3.
7. PORTER, M. E.: *Konkurenční strategie*. Victoria publishing, Praha, 1994, ISBN 80-85605-11-2.
8. SOUKUPOVÁ, J.: *Mikroekonomie pro inženýrské studium*. 1. část. 1. vyd. Praha: VŠE, 1993. 265 s. ISBN 80-7079-303-1.
9. Panorama of the European Union: *Europe in figures, Eurostat yearbook 2005*, Office for Official Publications of the European Communities, 2005, ISBN 92-894-9122-1.
10. VINOHRADSKÝ, K., BEČVÁŘOVÁ, V., GREGA, L.: *Konkurenceschopnost českého zemědělství při vstupu do Evropské unie – předpoklady a možnosti*. Závěrečná zpráva, PEF, MZLU Brno, 1999. 63 s.
11. ZDRÁHAL, I.: *Koncentrace jako varianta řešení růstu konkurenceschopnosti zemědělství EU*. diplomová práce. MZLU v Brně, Brno, 2006.

Internetové zdroje

[1] Statistical Office of the European Communities – Eurostat. [cit. 2006-01-05]

http://ec.europa.eu/agriculture/agrista/index_en.htm

[2] European Commission. [cit. 2006-04-25]

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=0,1136206,0_45570464&_dad=portal&_schema=PORTAL

SOUDOBÉ TRENDY VÝVOJE KOMODITNÍCH BURZ VE SVĚTOVÉ EKONOMICE

CONTEMPORANEOUS TRENDS OF EVOLUTION OF COMMODITY EXCHANGES AT WORLD ECONOMY

Alois Konečný

ANOTACE:

Předmětem příspěvku „Soudobé trendy vývoje komoditních burz ve světové ekonomice“ je stručná analýza různých dopadů horizontální integrace burz a popis jednotlivých integračních procesů na komoditních trzích. První část je věnována dopadům fúzí, potom se zabývám účastníky fúzí a nakonec popíšu vybrané integrační procesy. Na závěr shrnuji získané poznatky.

KLÍČOVÁ SLOVA:

Komoditní burza, vývoj, fúze.

ANNOTATION:

The aim of the entry: “Contemporaneous trends of evolution of commodity exchanges at world economy” is a brief analysis of various impacts of horizontal exchange integration and description of particular integration processes at commodity markets. The first part is dedicated to merger impacts, then I deal with merger participants and in the third and fourth part I describe selected integration processes. In the end I summarize what I have learned about this theme.

KEY WORDS:

Commodity exchange, evolution, merger.

ÚVOD

Finanční trhy jako takové nejsou jen prostředkem pro integrační snahy podnikatelských subjektů, ale mohou se stát i objektem takovýchto snah. Proto si nyní právě na příkladu burz ukážeme některé výhody a nevýhody integračních procesů a popíšeme jednotlivé integrační snahy a procesy na úrovni světových komoditních burz.

To, že se jednotlivé burzy začaly propojovat bylo způsobeno procesem tzv. demutualizace burz, což je převod burz na akciové společnosti, který byl zahájen již v 80. letech. Ze samotných burz se tak staly akciové společnosti (v některých případech dokonce samy obchodované na burze), jejichž cílem byl zisk.

Za vznikem burzovních aliancí na světových finančních trzích stojí překotné změny a nové trendy na světových trzích. Existuje zde tvrdé konkurenční prostředí jako důsledek internacionalizace, deregulace, rychlého technologického vývoje ve světě a dalšího rozvoje politických a ekonomických integrací.

Burzám, které nemohly nabídnout dostatečný standard, pokud jde o investiční alternativy, distribuční systémy nebo technickou stránku obchodování, hrozí, že se v budoucnu setkají se vzrůstajícími obtížemi. Jednotlivé burzy se tedy již delší dobu zamýšlely nad různými

strategiemi svého rozvoje. Na základě předběžných dohod se domlouvaly na různě zaměřených integračních seskupeních, které byly poté oficiálně zástupci burz odsouhlaseny a potvrzeny. Proto se trend integrace finančních trhů v posledních devíti letech začal ještě více prohlubovat.

OBECNÉ DOPADY INTEGRACE BURZ¹

Začneme otázkou, proč vůbec dochází k propojování burz? Přínosy integrace kapitálových trhů můžeme dělit na dvě skupiny: na makroekonomické a mikroekonomické. Co se týče **makroekonomických přínosů**, většina odborníků se shoduje na následujících bodech:

- finanční integrace může zvýšit objem a frekvenci obchodů na kapitálových trzích a zlepšit fungování finančních systémů (např. díky zvýšení jejich alokační a operační efektivity), což má pozitivní vliv na ekonomický růst (měřený v HDP)
- integrace usnadňuje a zlevňuje přístup k zahraničnímu kapitálu
- integrace umožní lepší dohled nad přeshraničními obchody
- možnost mobilizace úspor na celosvětové úrovni

V oblasti **mikroekonomických přínosů** můžeme jmenovat:

- sjednocování regulace, které odstraní nadměrnou byrokracii spojenou s přeshraničními obchody a pomůže zvýšit důvěru investorů v zahraniční trhy
- zvýšená konkurence finančních institucí na jednotném trhu, snížení nákladů na přeshraniční obchody pro akcionáře investory a členy burzovních trhů, a to zejména na jejich vypořádání
- sjednocení vypořádání obchodů a větší transparentnost
- investorům budou dostupné služby evropských zprostředkovatelů (penzijních a investičních fondů)
- zvýšení likvidity cenných papírů
- možnost lepší diverzifikace rizika investorů

Integrace s sebou ovšem přináší i jistá **rizika**, která si můžeme vysvětlit na příkladu postupně se sjednocujícího akciového trhu Evropské unie (dále jen EU). Toky kapitálu mohou destabilizovat finanční systémy členských států EU a nadměrně se koncentrovat v úspěšných ekonomikách. Integrace by se tak mohla stát jistou hrozbou pro malé, nedostatečně rozvinuté ekonomiky. Přínosy integrace akciových trhů však nad případnými riziky převažují.

VYMEZENÍ MOŽNÝCH ÚČASTNÍKŮ FÚZÍ

IntercontinentalExchange²

IntercontinentalExchange (dále jen ICE) je americká firma, která spravuje vedoucí celosvětové elektronické tržiště, kde se obchoduje jak s futures, tak i s OTC kontrakty na energii. Nabízí širokou škálu kontraktů založených na surové ropě i jejích produktech, zemním plynu, energii a emisích. ICE vede své futures trhy přes svoji londýnskou dceřinou společnost ICE Futures, což je největší místo k obchodování s elektřinou v Evropě. Dále se zde obchoduje i severomořská ropa Brent a další kontrakty ropy a ropné produkty. Uvádí se, že tato platforma pohltila více jak 20% celosvětového objemu obchodů s energiemi³. ICE zavedla zúčtování energetických OTC kontraktů a dnes se jedná o nejvíce likvidní a

1 Pramen [2] a [19].

2 Překlad z Pramenu [16]

3 Pramen [6]

transparentní elektronický OTC trh v severní Americe. ICE také nabízí řadu možností, jak odstranit riziko a další obchodně-podpůrné služby.

The New York Board of Trade

The New York Board of Trade (dále jen NYBOT) je původní New Yorská burza s futures, na které se obchodují produkty týkající se dřeva, vlákna a finančnictví. Po více jak jedno století New York Board of Trade zajišťoval spolehlivost, úplnost a bezpečnost na globálním trhu kakaa, kávy, bavlny, ethanolu, pomerančového džusu, celulozy a cukru, stejně jako měn, index futures a opcí⁴. NYBOT se zformovala v roce 2004 fúzí New York Cotton Exchange (NYCE) a Coffee, Sugar & Cocoa Exchange (CSCE). NYBOT je dnes tedy největší obchodní trh takzvaných měkkých komodit.⁵

Chicago Mercantile Exchange

Chicago Mercantile Exchange (dále jen CME) ve velkou světovou a nejvíce různorodou burzou na světě. Obchodování na tomto mezinárodním tržišti probíhá mezi kupujícími a prodávajícími na základě elektronické obchodní platformy CME Globex(r), ale i na jejich jednotlivých parketech. Jsou zde nabízeny futures a opce, které pokrývají následující oblasti: úrokové míry, akciové indexy, zahraniční měny, zemědělské komodity, energie a další alternativní možnosti obchodování jako počasí, nemovitý majetek a finanční deriváty. CME je plně vlastněnou pobočkou Chicago Mercantile Exchange Holdings Inc. Více informací lze nalézt v Pramenu [3].

Chicago Board of Trade

Chicago Board of Trade (dále jen CBOT) poskytuje jako jedna z vedoucích celosvětových derivátových burz rozmanitou směs finančních, majetkových a komoditních futures a opcí na futures. I přes svou 159-letou historii se CBOT snaží neustále rozvíjet, přičemž využívá výhody velké likvidity, své tržní bezúhonnosti a odborných znalostí svých členů – obchodníků. Tím, že používá vynikající obchodní technologie (jak v elektronické, tak i v otevřené aukční platformě), nabízí risk managerům i investorům na celém světě neocenitelné služby. Více informací lze nalézt v Pramenu [7].

SNAHY O PŘEVZETÍ NYBOT A JEJICH VÝVOJ

Zářným příkladem spojování komoditních burz je společnost Intercontinental Exchange Inc. (ICE), vlastník největšího energetického tržiště v Evropě, která měla v úmyslu koupit firmu New York Board of Trade (NYBOT). Poprvé se zprávy o tom, že by měla být New York Board of Trade převzata Intercontinental Exchange objevily v září roku 2006, přičemž plánovaná akvizice měla ICE stát zhruba jednu miliardu dolarů.

Spojením obou společností by se aktivity ICE poprvé v její historii měly rozšířit z obchodů s energetickými deriváty do obchodů se zemědělskými komoditami. Podle dohody, kterou zveřejnily obě společnosti v září 2006, by mělo být spojení dokončeno v první polovině příštího roku. Podmínkou byl ovšem souhlas členů burzy NYBOT, kteří jsou také vlastníky tohoto trhu.

Koupě newyorské burzy měla ICE pomoci nejen diverzifikovat portfolio nabízených produktů, ale také přinést úspory pro obchodníky ohledně transakčních nákladů, a to díky společnému clearingovému centru. ICE hodlá na NYBOT zachovat obchodování na parketu,

⁴ Více informací lze nalézt v Pramenu [16]

⁵ Mezi ty patří z výše uvedených například cukr, bavlna, káva, kakao či pomerančový džus.

plánuje však zvýšit úlohu elektronického obchodování.⁶ Klienti si tak budou moci vybrat z obou způsobů obchodování. Obě společnosti už předtím podepsaly licenční dohodu o používání elektronické platformy ICE. V současné době už na tuto internetově přístupnou platformu pro obchodování s ropou a jejími produkty a zemním plynem a energiemi spoléhají tisíce členů trhu s komoditami ze 44 jurisdikcí. ICE tuto platformu však i nadále přizpůsobuje tak, aby vyhověla potřebám celosvětového komoditního trhu.

Členové burzy New York Board of Trade schválili 11. prosince 2006 na zvláštním zasedání návrh na sloučení s energetickou burzou Intercontinental Exchange. Návrh prošel výraznou většinou, když pro sloučení hlasovalo 93% členů burzy⁷. V prohlášení prezident a výkonný ředitel ICE J.C. Sprecher uvedl, že toto je velmi důležitý krok k vytvoření prvního globálního komoditního trhu. Prezident NYBOT F.W. Schoenhut souhlasil a dodal, že burzy budou spolupracovat tak, aby plnily dlouhodobé strategické cíle. Prohlásil také, že přechod na elektronickou platformu by měl burze pomoci udržet čelní místo na trhu komodit. Oba se vyjádřili ve smyslu, že doufají, že z fúze budou profitovat jak její členové a akcionáři, tak i zákazníci.

Podle tohoto prohlášení transakce zahrnuje 10 297 milionů běžných akcií a 400 milionů amerických dolarů v hotovosti. Po uzavření se NYBOT měla stát plně vlastněnou pobočkou ICE. ICE odhaduje, že celá transakce může přinést úsporu přes 50 milionů amerických dolarů, z toho přibližně 41 milionů díky clearingu, přes 6 milionů z nové možnosti elektronického obchodování a potenciálně deseti-milionovou úsporu nákladů (vše před zdaněním). Tyto synergické efekty se ovšem začnou projevovat až za 12 až 18 měsíců. Tyto efekty budou podrobněji popsány dále, další lze případně nalézt na www.theice.com. Očekávané ukončení fúze bylo v první polovině roku 2007.

Na počátku ledna už ICE oznámila, že spojení s New York Board of Trade dokončí do poloviny ledna a že od 19. ledna spustí na své elektronické platformě obchodování s komoditami obchodovanými nyní na NYBOT pouze parketově. Elektronické obchodování by mělo probíhat od 20:00 času na východním pobřeží do 18:00 druhého dne (tedy od 02:00 středoevropského času do 00:00, pak bude následovat dvouhodinová přestávka). Z technického hlediska je zajímavé, že specifikace kontraktů a kódy budou stejné pro parketové i elektronické obchodování.⁸

Skutečné spuštění však proběhlo až 3. 2. 2007 a dá se říct, že se se jednalo o úspěšný start do nové éry obchodování s produkty NYBOTu.⁹ Zpráva o plánované akvizici je také chápána jako vítězství elektronického obchodování na trzích s komoditami. Zatímco ICE je čistě elektronickým trhem, na burze NYBOT se odjakživa obchodovalo tradičně a první kroky směrem k elektronickému obchodování zahájila burza teprve nedávno.

Očekávané pozitivní dopady fúze ICE a NYBOT¹⁰

Mezi očekávanými dopady, které NYBOT uvedla ve své zprávě, která měla přesvědčit její akcionáře o výhodnosti fúze, byly uvedeny zúčtovací úspory (clearing synergie), synergické efekty v oblasti příjmů a výdajů, přizpůsobení se zákazníkům, získávání nových trhů

6 Pramen [12]

7 potřeba byla minimálně dvoutřetinová většina

8 Pramen [11]

9 Majitele změnilo přes 12 tisíc kontraktů, přičemž obchodování se zúčastnila více než stovka institucionálních obchodníků a stovky jednotlivců. Pramen [4]

10 Pramen [16]

a v neposlední řadě právě možnost nové elektronické platformy připravené burzou ICE pro NYBOT.

Zúčtovací úspory

Během posledních 12 měsíců (tj. od září 2005 do září 2006) 61 nových produktů, kdy zákazníci ICE zaplatili 36 milionů USD na zúčtovacích poplatcích třetí straně, tj. společnosti zajišťující pro ICE zúčtování. ICE věří, že toto spojení jim výrazně uleví a že podpoří obchodování s produkty ICE i vývoj nových futures a OTC kontraktů.

Synergické efekty v oblasti příjmů a výdajů

Kromě možnosti výnosů v oblasti clearingů se očekává, že fúze usnadní nárůst komoditních, měnových a indexových produktů nabízených burzou NYBOT včetně dosud nevyužitých OTC trhů. Integrace platformy ICE a zúčtovacího střediska NYBOTu by navíc měla i nadále podporovat inovaci produktové nabídky. ICE a NYBOT identifikovaly možnosti úspory výdajů v mnoha oblastech, například technologiích, marketingu a režijních nákladech.

Přizpůsobení se zákazníkům

Zákazníci obou komoditních trhů mají podobné potřeby. Nabízené produkty mají také podobné charakteristiky objemového růstu a cenové volatility obchodů. Tyto charakteristiky budou také oceněny účastníky elektronického trhu. Jako podstatné se ale v této sekci jeví to, že NYBOT je integrální částí newyorské burzovní komunity a jako takový může rozšířit vliv trhu ICE. Podobně světoví klienti ICE Futures dostanou poprvé možnost nákupu produktů NYBOTu.

Nové trhy

Spojení clearingů i ostatních technologií umožní ICE vstoupit na nové trhy a využít tam odborných zkušeností, které získala, když na svých energetických OTC trzích jako první zaváděla nový koncept zúčtování. Směs nabídky energetických a zemědělských produktů také odkrývá netušené možnosti vývoje nových produktů.

Nová elektronická platforma

Tato platforma umožní širokou dostupnost a nové možnosti šíření produktů NYBOT. Mezi její výhody patří přímé zpracování, tržní data v reálném čase a možnost potvrzování i neelektronicky vyřizovaných obchodů elektronickou cestou.

SNAHY O PŘEVZETÍ CBOT A JEJICH VÝVOJ¹¹

K fúzi se chystaly i další burzy. Například americká obchodní burza Chicago Mercantile Exchange (CME) chtěla převzít asi za osm miliard dolarů svého rivala Chicago Board of Trade. Kromě toho, že by tak měla vzniknout největší komoditní burza na světě, **CME Group**, je i zde motivem snižování nákladů, zvýšení konkurenceschopnosti a samozřejmě zlevnění a rozšíření služeb pro investory.

První nabídky ze strany CME se objevily už v říjnu roku 2006. Tehdy CME za akcie CBOT nabídla 8,9 miliard dolarů, z toho asi tři miliardy v hotovosti. Už v té době se ale začaly objevovat pochybnosti o možnosti takového spojení, protože CBOT byl největším konkurentem CME a v případě jejich spojení by obě burzy dohromady kontrolovaly nejméně 85 procent trhu obchodování s deriváty, což by zřejmě přineslo problémy s americkým značně rigidním antitrustovým zákonodárstvím. O tomto návrhu se původně mělo rozhodovat na počátku dubna 2007.

¹¹ Pramen [18], [5], [13], [9], [8] a [15]

15. března 2007 však přišla značně neočekávaná zpráva. Do hry vstoupil mladý americký burzovní trh s energií IntercontinentalExchange, který podal nabídku na převzetí komoditní a finanční burzy CBOT Holdings za 9,9 miliardy dolarů¹². Ihned se vyrojily názory, že kromě výhodnější ceny by toto spojení nepřineslo žádné problémy s antitrustovou legislativou. Tento krok vedl k odložení hlasování CBOT o spojení s CME na 9. července 2007 a k zajímavému vyjádření CBOT, že ani jednu z nabídek neodmítá. Proto CME téměř o měsíc později (14.5. 2007) zvýšila svou nabídku změnou rozdělení akcií¹³ ve společnosti, která by tak vznikla, o 16 %. Představenstvo CBOT poté o novém návrhu hlasovalo a souhlasilo s nabídkou CME s tím, že nabídka Intercontinental Exchange již není nadřazená a ukončilo s ICE jednání. Burza ICE se s tím ovšem nesmířila a v červnu 2007 podala formální protest k Americké komisi pro cenné papíry (dále jen SEC), kde prohlašuje, že spojení CBOT a CME bude oproti fúzi ICE&CBOT výrazně nevýhodné. Také se snažila přimět akcionáře CBOTu k odmítnutí této nabídky. Po celou dobu douboje nabídek se objevovalo i mnoho nezávislých názorů svědčících ve prospěch volby spojení ICE&CBOT¹⁴.

Nakonec však dne 9. července 2007, poté co akcionáři Chicago Board of Trade a Chicago Mercantile Exchange v tajném hlasování souhlasili se sloučením, vznikla největší finanční burza na světě. Nabídka CME dosáhla 11,9 miliardy dolarů a byla zřejmě přijata drtivou většinou akcionářů CBOT¹⁵. Akcionáři CBOT budou nakonec vlastnit 36% kombinované společnosti, což je o 1,4% více než v původním návrhu. Transakce byly vypořádány během několika dnů, ale očekává se, že potrvá rok a půl, než dojde k plné integraci obou burz¹⁶. Vzhledem k tomu, že obě burzy mají velmi podobnou historii a jejich produktová nabídka se až tak úplně neshoduje, mohl by tento model fungovat.

ZÁVĚR

Konsolidace finančních trhů je důležitým tržním trendem, který je reakcí na rostoucí míru hospodářské soutěže v EU i na světové úrovni. V případě finančních institucí zůstávají nejčastější strategií zaměřenou na růst fúze a akvizice. Tento proces bude mít z makroekonomického pravděpodobně pozitivní vliv na hospodářskou soutěž, ať už jsou při něm burzy prostředkem nebo objektem.

Hlavním motivem k integraci burz je snížení nákladů a usnadnění přeshraničních obchodů, tak to alespoň deklarují samotní aktéři fúzí. Skutečné přínosy jsou však spíše nepřímé: zvýšení likvidity a snížení spreadu mezi kupní a prodejní cenou, získání většího trhu, což zvýší sílu burzy při vyjednávání o změně regulace a zabezpečí ji lépe proti případné konkurenci. Nicméně krátkodobé fixní náklady na sjednocení systémů jsou vysoké a mohou akcionáře od fúze burzy odradit. Řada odborníků je však přesvědčena, že tyto krátkodobé náklady budou kompenzovány dlouhodobým pozitivním přínosem integrovaných trhů. K nákupu svých konkurentů přitom burzy využívají zpravidla finance, které získají z prodejů svých akcií na trzích

Jak bylo ukázáno ve třetí a ve čtvrté kapitole otázkou však není, zda se budou jednotlivé burzy (v tomto případě komoditní) slučovat, ale spíše to s kým se budou slučovat. Kromě zde zmíněných případů slučování komoditních burz lze ještě také zmínit Japonsko, kde se sloučily

¹² Za připomenutí stojí, že to již bylo po spojení ICE s další burzou NYBOT.

¹³ Akcionáři CBOT by tak v nové společnosti vlastnili 34,6 procenta proti původnímu návrhu 31,2 procenta.

¹⁴ Jeden z nich lze například najít v Prameni ^[1]

¹⁵ Nakonec zřejmě kromě hotovostní položky rozhodlo to, že CME svou nabídku navýšila třikrát, zatímco ICE jen dvakrát.

¹⁶ Pramen ^[17]. Celý kontrakt bude také ještě muset potvrdit ministerstvo spravedlnosti jako hlavní antimonopolní orgán v USA.

Central Japan Commodity Exchange a Osaka Mercantile Exchange. Vznik všech těchto korporací potvrzuje názor, že se jedná o v současnosti nezbytný krok rozvoje společností.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY A DALŠÍCH PRAMENŮ

1. ANWAR, Y.: *Analyzing ICE-BOT Merger & More*. [on-line]. 2007, [cit. 23. března 2007]. Dostupné na: http://www.247wallst.com/2007/03/analyzing_icebo.html
2. BARTUŇKOVÁ, H.: *Integrace evropských akciových trhů*. 1. vyd. Praha; Diplomová práce, Fakulta sociálních věd – Institut ekonomických studií, Univerzita Karlova v Praze, 2006, [on-line], [cit. 27. dubna 2007]. Dostupné na: http://ies.fsv.cuni.cz/storage/work/748_hana_bartunkova.pdf
3. CME GROUP, INC. [on-line]. 2007, [cit. 20. července 2007]. Dostupné na: <http://www.cmegroup.com/index.html>
4. COLOSSEUM, A.S.: *Softs zahájily na ICE*. [on-line]. 2007, [cit. 20. července 2007]. Dostupné na: <http://www.kurzy.cz/zpravy/129927-softs-zahajily-na-ice/>. ISSN 1801-8688
5. FINANČNÍ NOVINY.CZ: *CME zpět s novou nabídkou na převzetí CBOT*. [on-line]. 2007, [cit. 15. května 2007]. Dostupné na: <http://ipoint.financninoviny.cz/cme-zpet-s-novou-nabidkou-na-prevzeti-cbot.html>. ISSN 1214-2131
6. FINANČNÍ NOVINY.CZ: *NYBOT je blízko dohody o fúzi s ICE*. [on-line]. 2006, [cit. 14. září 2006]. Dostupné na: <http://ipoint.financninoviny.cz/nybot-je-blizko-dohody-o-fuzi-s-ice.html>. ISSN 1214-2131
7. CHICAGO BOARD OF TRADE. [on-line]. 2007, [cit. 20. července 2007]. Dostupné na: www.cbot.com
8. IHNED.CZ: *Chicagské burzy CME a CBOT se spojí*. [on-line]. 2007, [cit. 20. července 2007]. Dostupné na: http://finweb.ihned.cz/3-21585440-CME+CBOT-P00000_d-21. ISSN 1213-7693.
9. IHNED.CZ: *Nabídky pro chicagský trh rostou*. [on-line]. 2007, [cit. 20. července 2007]. Dostupné na: http://finweb.ihned.cz/c4-10083260-21125000-P02130_d-nabidky-pro-chicagsky-trh-rostou. ISSN 1213-7693
10. INTERCONTINENTALEXCHANGE, INC. [on-line]. 2007, [cit. 20. července 2007]. Dostupné na: www.theice.com
11. JAK NA KOMODITY. [on-line]. 2007, [cit. 15. května 2007]. Dostupné na: <http://www.jaknakomodity.cz/zprava/8283/>
12. KREJČÍ, J.: *ICE kupuje NYBOT*. [on-line]. 2006, [cit. 15. září 2006]. Dostupné na: <http://www.finance.cz/zpravy/finance/76502-ice-kupuje-nybot/?MailcenDivLogin=1plus>. ISSN 1213-4325.
13. KURZY.CZ SPOL. S. R. O. [on-line]. 2006, [cit. 8. května 2006]. Dostupné na: <http://www.kurzy.cz/zpravy/115461-podrobna-analyza-fuzi-a-akvizic-v-cr-v-roce-2005-dle-kpmg/>. ISSN 1801-8688
14. KUČHTA, D.: *Světové burzy se slučují: co fúze přinese*. [on-line]. 21. 1. 2007, MAFRA a.s. [cit. 28. dubna 2007]. Dostupné na: <http://fincentrum.idnes.cz>
15. MĚSĚC.CZ: *ICE protestuje proti sloučení CME&CBOT*. [on-line]. 2007, [cit. 20. července 2007]. Dostupné na: <http://www.mesec.cz/investicni-zpravodaj/ice-protestuje-proti-sloucenici-cme-cbot/>. ISSN 1213-4414
16. NYBOT, INC. [on-line]. 2006, [cit. 6. února 2007]. Dostupné na: www.nybot.com
17. NAŠEPENÍZE.CZ: *Narodila se největší finanční burza na světě*. [on-line]. 2007, [cit. 10. července 2007]. Dostupné na: <http://www.nasepenize.cz/clanek-674-narodila-se-nejvetsi-financni-burza-na-svete>. ISSN 1802-4556
18. PATRIA ONLINE, A.S. [on-line]. 2007, [cit. 20. července 2007]. Dostupné na: www.patria.cz

19. ŽILÁK, P. [on-line]. 21. 1. 2007, [cit. 28. dubna 2007]. Dostupné na: <http://fincentrum.idnes.cz>

Alois Konečný
Katedra financí – Ekonomicko-správní fakulta Masarykovy univerzity
lojza@mail.muni.cz
+420 54949 5830

INVESTOVÁNÍ NA KOMODITNÍM TRHU

Miroslava Šikulová; Peter Mokrička

ABSTRAKT

Investování na komoditních trzích je stále dostupnější, a to i pro drobné investory. Existuje již velké množství investičních nástrojů, které participují buď na vývoji jednotlivých komodit či celých indexů vytvářených renomovanými finančními institucemi. Tento způsob investování je sice velmi rizikový, ale protože je minimálně závislý na vývoji akciových trhů, představuje tak ideální příležitost pro rozložení rizika investičního portfolia.

1. ÚVOD

Vzhledem k dlouhodobě nízké cenové hladině zemědělských plodin byly agrární komodity dlouho na okraji zájmu investorů. V posledních letech však zemědělství nepřálo počasí, což otočilo cenový vývoj některých plodin směrem vzhůru. To přilákalo také zájem o investování do tohoto sektoru.

Finanční instituce, jako jsou například ABN Amro, Deutsche Bank, Goldman Sachs a Société Générale, investorům v současnosti nabízejí širokou paletu investičních možností k rozšíření jejich investičních portfolií o komoditní složku.

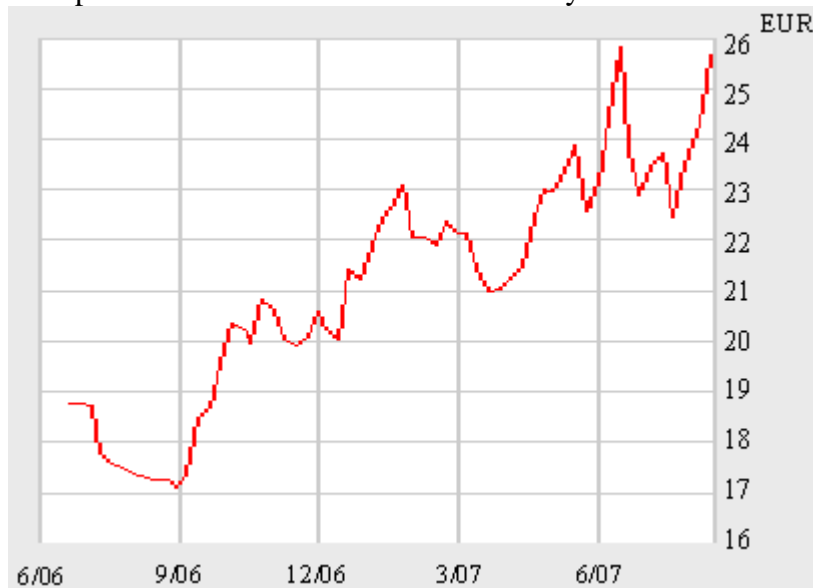
V podstatě existují dva základní způsoby participace na komoditním trhu, a to využití buď fondů nebo investičních certifikátů. V následujících odstavcích jsou uvedeny některé z mnoha možností investování prostřednictvím certifikátů.

2. INDEXOVÉ CERTIFIKÁTY – JEDNA KOMODITA

Jednou z nejlépe se vyvíjejících komodit v posledních několika měsících jsou sojové boby. Očekávaná sklizeň v letech 2007 a 2008 má přinést výnosy nižší o zhruba pět procent. Hlavní příčinou je omezení nabídky způsobené zmenšováním osevních ploch, především ve Spojených státech. Tam sojové boby ustoupily kukuřici určené k výrobě bioetanolu, neboť mnoho farmářů si od této ekologické pohonné hmoty slibuje vyšší výnosy. Sklizeň sojových bobů, stejně jako i dalších zemědělských plodin, je silně ovlivňována vývojem počasí. I proto je těžké odhadnout budoucí vývoj této plodiny.

Investovat do sojových bobů je možné prostřednictvím indexového certifikátu od Goldman Sachs (ISIN DE 000 GS0 HHH 6), který byl uveden na trh v červnu loňského roku jako open end. Za necelých patnáct měsíců si polepšil o 33,4 procenta, což je 27,6 procenta p.a.

Graf č. 1: Open End Index-Zertifikat auf GSCI Soya Excess Return Index



Zdroj: www.onvista.de

Po vodě nejvíce spotřebovávaným nápojem světa je káva a poptávka po ní nadále stoupá, nyní především na východoevropských a asijských trzích. Za posledních čtrnáct dnů vzrostla cena této komodity o 4,7 %. Za růst cen je rovněž zodpovědná také očekávaná neúroda. V Brazílii, největší oblasti, kde se káva pěstuje, se zatím počítá se ztrátami až 25 procent.

Graf č. 2: Open End Index-Zertifikat auf GSCI Coffee Excess Return Index



Zdroj: www.onvista.de

I do kávy je možné investovat prostřednictvím indexového certifikátu od Goldman Sachs (ISIN DE 000 GS0 HHE 3). Tento investiční produkt se však v posledních čtrnácti měsících vyvíjel zcela rozdílně od sojových bobů. Emitován byl za 25,36 EUR, ale i když v posledním čtvrtletí roku 2006 rostl strmě vzhůru, do začátku května naopak klesal až k hodnotě 23,6 EUR. V současnosti je opět mírně nad emisní hodnotou, což za poslední čtyři měsíce znamená růst 7,9 % (23,6 % p.a.). Je zde tedy potenciál k růstu, i když je investice do kávy značně spekulativní.

3. INDEXOVÉ CERTIFIKÁTY – KOŠ KOMODIT

Další možností, jak participovat na vývoji komodit, je investovat do celého koše. Příkladem může být GSCI Agriculture Index, který zahrnuje osm agrárních surovin (pšenice, „red“ pšenice, kukuřice, sojové boby, bavlna, cukr, káva, kakao). Právě na tento index vytvořila Sociétés Générale indexový certifikát (ISIN 000 SG3 4FV 8). Emitován byl koncem listopadu 2006. Od té doby posílil o 7,1 % neboli 8,5 %.

Graf č. 3: Open End Index-Zertifikat auf GSCI Agriculture Total Return Index

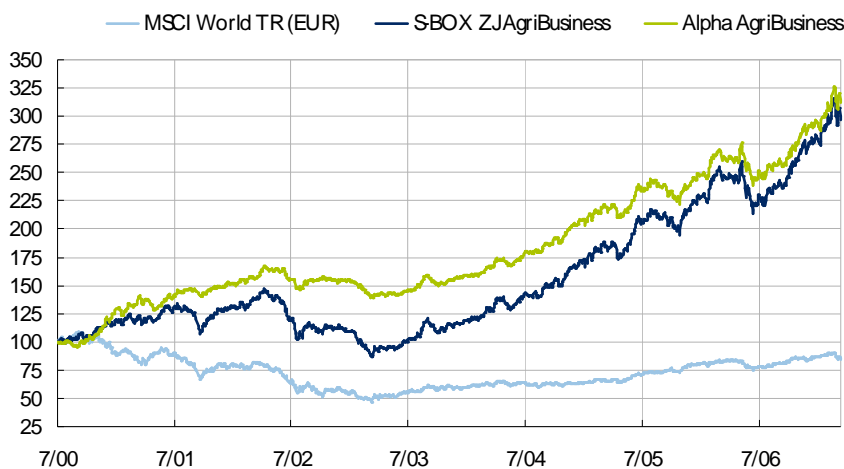


Zdroj: www.onvista.de

4. INDEXOVÉ CERTIFIKÁTY – AKCIE

Deutsche Bank nabízí jinou možnost investice – místo přímé investice do surovin volí „okliku“ přes akcie producentů obilí, cukru, provozovatelů palmových plantáží, hovězích a rybích farem, producentů zemědělských strojů a v neposlední řadě specialistů na osiva a agrochemii.

Graf č. 4: S-BOX ZJ AgriBusiness vs. MSCI World Total Return



Zdroj: www.zertifikatejournal.cz

Tímto investičním produktem je certifikát na S-BOX ZJ AgriBusiness Index (ISIN DE 000 DB4 AGR 6) s manažerským poplatkem 1,5 procenta p.a., který zahrnuje 20 vůdčích podniků tohoto oboru a nabízí stoprocentní reinvestici vyplacených dividend. Tento certifikát byl emitován v březnu 2007 a od té doby zhodnotil o 15 procent, tedy 30 procent p.a. Samotnému indexu se i v minulosti velice dobře dařilo: Od června 2000, odkdy je tento index kalkulován, zhodnotil index o plných 240 procent (55 procent p.a.), zatímco MSCI World Total Return na eurové bázi dosáhl naopak 15procentní minus.

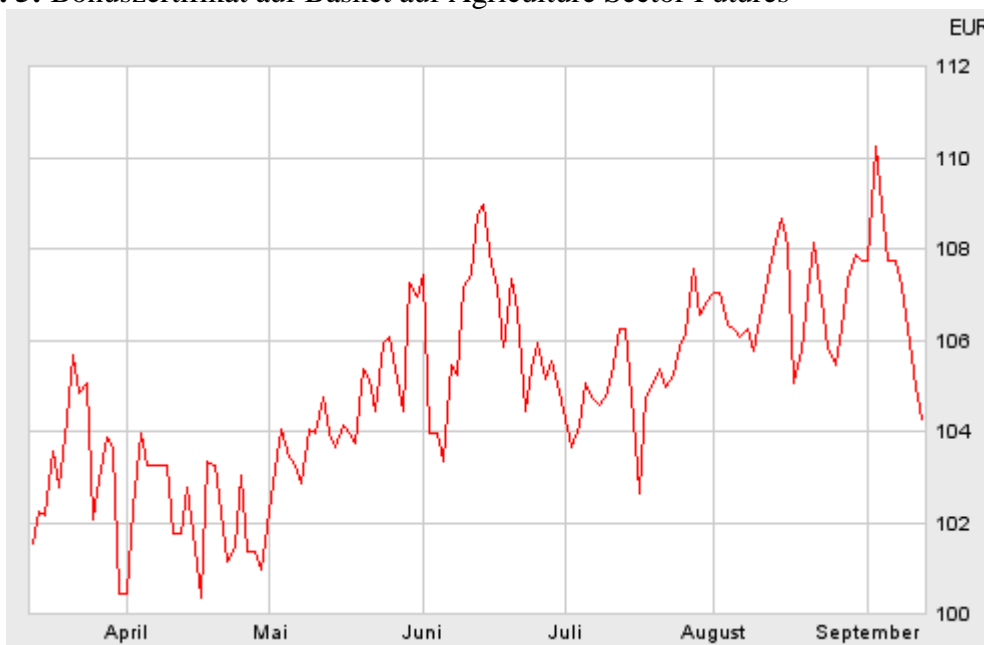
5. BONUS CERTIFIKÁTY

Pro rizikově averzní investory není přímá investice do agrárních surovin tou nejlepší příležitostí. Sektor komodit je těmto investorům zpřístupněn pomocí strukturovaných produktů s částečnou garancí, například pomocí bonus certifikátů.

Takovým produktem je bonus certifikát na koš čtyř futures kontraktů (ISIN DE 000 GS3 4W0 6) od Goldman Sachs. V rovnovážně váženém koši s čtyřletou dobou trvání jsou zahrnuty futures kontrakty na pšenici, kukuřici, sóju a cukr. Jakmile budou splatné tyto jednotlivé kontrakty, bude splatný i certifikát.

Pokud koš těchto čtyř komodit během doby nepoklesne o více než 30 procent pod emisní hodnotu, získají investoři minimálně 22procentní výnos, tedy 5 procent p.a. Nevýhodou tohoto produktu založeného na futures je, že nelze transparentně sledovat současnou cenu koše, neboť neexistuje likvidní trh s futures. Není proto možné ani sledovat aktuální odstup od ochranné bariéry. Goldman Sachs tvoří tedy ceny jenom v OTC obchodech.

Graf č. 5: Bonuscertifikat auf Basket auf Agriculture Sector Futures



Zdroj: www.onvista.de

6. ZÁVĚR

Jak je vidět ze všech výše uvedených grafů, je komoditní trh vysoce rizikový. Protože se však vyvíjí nezávisle na vývoji akciového trhu, jsou produkty zaměřující se na tuto oblast vhodnou příměsí do portfolia k diverzifikaci investičního rizika. Největší potenciál je spatřován například u pšenice, kukuřice a sojových bobů. Tomu se přizpůsobily i finanční instituce, které v současnosti nabízejí širokou paletu investičních produktů zaměřujících se právě na tento sektor.

LITERATURA

SVOBODA, M. Megatrend agrární suroviny : s akciemi se vyhnout pasti contango. *ZertifikateJournal*. 2007, roč. 6, č. 13, s. 2-4. ISSN 1213-8622

ŠÍBL, R. Vývoj komoditního trhu s kovy a zemědělskými plodinami. 25.5.2007. Dostupné na <<http://www.sfinance.cz/zpravy/finance/112816-vyvoj-komoditniho-trhu-s-kovy-a-zemedelskymi-plodinami/>>

Die „Koffein-Gier“ treibt den Preis. *ZertifikateJournal*. 2007, roč. 7, č. 32, s. 13. ISSN 1610-0298

Sojabohnen – spekulative Würze. *ZertifikateJournal*. 2007, roč. 7, č. 35, s. 16. ISSN 1610-0298

KONTAKT

Ing. Miroslava Šikulová
Katedra financí ESF MU
Lipová 41a, 602 00 Brno
sikulova@econ.muni.cz

Ing. Peter Mokrička
Katedra financí ESF MU
Lipová 41a, 602 00 Brno
mokricka@econ.muni.cz

OPPORTUNITIES AND CHALLENGES FACING LIBYA TO ESTABLISH COMMODITY EXCHANGE MARKET

Atiya ALjbiri, Abdulrahman Shnib

Atiya_jaberi@yahoo.com

Abdul_cz@yahoo.com

ABSTRACT

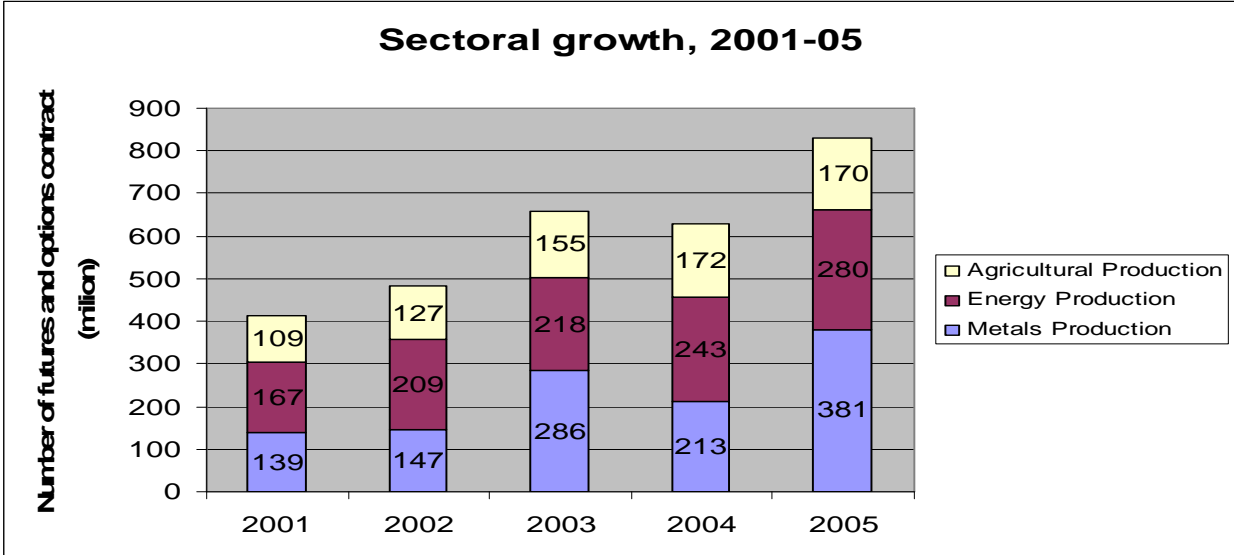
This paper provides a brief introduction to forecasting of the opportunities, which can help Libya to establish prospects commodity exchange since 2003 Libyan government has decided to undertake comprehensive structural reforms and accelerate its transition to a market economy. The new strategic choices of the Libyan government are finalized to diversify the economy and income sources. In order to achieve these aims, the Libyan authorities intend to utilize national capabilities through the strategy of the so-called "free zones". In fact, the Free Trade Act of 1999 created a new legal framework for the establishment of offshore Free Trade Zones in Libya .in other hand they ignored some of the challenges that commodity exchange markets will be facing in Libya. This market cannot be implemented overnight. They have taken this for granted without careful consideration of its challenges. This paper attempts to investigate and discuss the opportunities which Libya have for this market and the challenges that need to be taken into account before establishing the commodity exchange market. This paper is based on the analytical and descriptive methodology.

INTRODUCTION

The last thirty years have witnessed the appearance and rapid expansion of commodity exchanges markets in most of world, during 2005, global commodity futures and options' trading has continued to grow at a healthy rate see the figure Number (1). It has been a second successive year in which growth outpaced financial futures and options, bringing a reversal to the steady erosion in recent times of commodity' share in overall futures and options trade, also we can see this development by sectors (metals, energy, agriculture products) see Fig 1 below. In this context, in 1990s, Libya has many important economic reforms. In the economic sector, Libya has a program of economic reform in 1999 with agreement of international institutions (International Bank, IMF) for treatment the misusing structure that the Libyan economy is. In addition , the new strategic choices of the Libyan government are finalized to diversify the economy and income sources. In order to achieve these aims, the Libyan authorities intend to utilize national capabilities through the strategy of the so-called

"free zones". In fact, the Free Trade Act of 1999 created a new legal framework for the establishment of offshore Free Trade Zones in Libya

Fig. (1)



OVERVIEW

Libya could be defined a socialist-oriented economy dependent primarily upon revenues from the oil sector, which provide all export earnings and approximately 25 percent of GDP. These oil revenues and a small population give Libya one of the highest per capita GDPs in Africa. Import restrictions and inefficient resource allocations have led to periodic shortages of basic goods and foodstuffs. The non-oil manufacturing and construction sectors, which account for about 20% of GDP, have expanded from processing mostly agricultural products to include the production of petrochemicals, iron, steel, and aluminium

Tab.1 Economic data and indicators

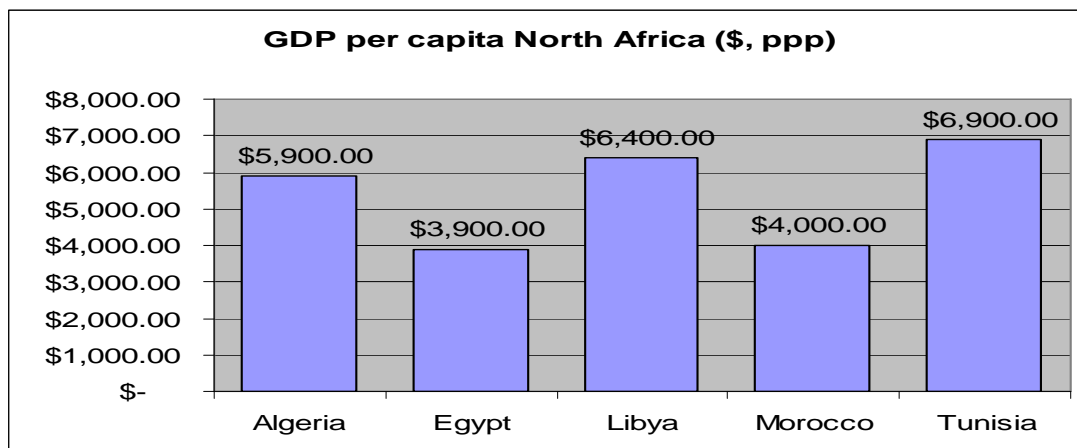
CURRENCY	LIBYAN DINAR
EXCHANGE RATE	1 EURO=1.38LIBYAN DINAR
GDP	PURCHASING POWER PARITY- \$35 BILLION (2004)
GDP PER CAPITA	PURCHASING POWER PARITY - \$6.400 (2004)
GDP GROWTH RATE	3.2%

INFLATION	2.8
LABOUR FORCE	1.6 MILLION
MAJOR TRADING PARTNERS	ITALY, GERMANY, SPAIN, TURKEY,
MAJOR IMPORT TRADING PARTNERS	ITALY, GERMANY, SOUTH KOREA, UK, TUNISIA, JAPAN, FRANCE.
MAIN EXPORTED PRODUCTS	MINERAL FUELS LUBRICANTS AND RELATED PRODUCTS MANUFACTURED GOODS, MAINLY CLASSIFIED ACCORDING TO THE RAW MATERIAL FOOD PRODUCTS AND LIVE ANIMALS.
MAIN IMPORTED PRODUCTS	MACHINERY AND TRANSPORT EQUIPMENT MANUFACTURED GOODS, MAINLY CLASSIFIED ACCORDING TO THE RAW MATERIAL FOOD PRODUCTS AND LIVE ANIMAL'S MISCELLANEOUS MANUFACTURED ARTICLES.

After the suspension of the international sanctions, in spite of a still unattractive business environment, interest for Libyan markets is increasing, because of the country's key role in the Euro-Mediterranean area. In fact:

- Libya is rich in natural and mineral resources that can be considered the basis for many potential industrial, agricultural and tourism projects.
- Libya is a major oil producer and can be considered the hot spot for new explorations.
- Profiles and ready access to European markets make Libya one of the industry's highest profile targets.
- Recently, after major strategic changes and the resolution of the Lockerbie case, Libya has re-entered the world economic scene.
- Libya has a pool of skilled workers eager to emerge in the work force.

Fig. (2)



THE AIM OF THE STUDY

The aim of this paper is to analyse and comber between the main factors which can help Libya to establishment commodity exchange such as the strategic location and natural resources and some challenges which need more consideration to be solved.

We used the analytical and descriptive methodology to achieve our goal.

THE OPPORTUNITIES THAT CAN HELP LIBYA TO ESTABLISH COMMODITY EXCHANGE

1- THE GEOGRAPHIC LOCATION OF LIBYA

Libya with its huge natural recourses, small population and a vital geographic location has the potentiality to be a trade centre in the area

The importance of the geographic location of Libya is due to many different reasons:

1. Libya represents the area between Africa and Europe
2. The proximity to Europe facilitates the trade process between Europeans countries and Libya.
3. 2000-km shore facing Europe with 8 harbours gives Libya the ability to play a vital role with regard to the trade process between Europe and Africa.
4. The efficiency of the infrastructure in Libya is an important factor for a country willing to be a trade centre.
5. Libya is one the political powers in the continent as Libya is the president of sub-Sahara countries. And the major player in the African unity organization and the Magreb union whose role gives Libya another supports to be also an economic power in the continent.

6. Libya has a lot of industries, compared to other neighbouring countries, which can spread easily especially southward where the markets are not developed enough and that will give the Libyan economy a big chance to enter those markets.

These points highlight the importance of Libya's position among other nations, also Libya prepare it self to become a trade centre in the area. The country has been taken some steps toward this goal:

- Establishment the free zones areas.

As previously asserted, the new strategic choices of the Libyan government are finalized to diversify the economy and income sources. In order to achieve these aims, the Libyan authorities intend to utilize national capabilities through the strategy of the so-called "free zones". In fact, the Free Trade Act of 1999 created a new legal framework for the establishment of offshore Free Trade Zones in Libyan Jamahiriya.

Fields of investment and economical activities in Free Zones:

- Storage of transit and domestic goods, as well as goods produced within the Free Zones which are intended for export zones and goods imported for re-export.
- Unpacking, cleaning, re-packing and similar operations, which change the state of products in the Free Zone and guarantee their manufacture to meet the demand of the market.
- Performing industrial processes
- Rendering financial, banking, insurance and other related service needed by the investors within the Free Zone.

Privileges and Exemptions of Free Zones:

Privileges, exemptions and alleviation granted to the investors in the Free Zones are:

1. Free repatriation of invested capital and gained profits.
2. Movement of capital and products between the Free Zone and foreign countries is not subject to any monetary restrictions or monitoring regulations¹⁷
3. Profits gained from activities also enjoy the same exemptions if reinvested
4. Investors can transfer losses suffered during exemptions period to the following years.
5. Legal guarantees against the nationalisation of projects.
6. Ownership of projects can either in full or in part can be transferred to another investor.
7. Project periods according to clients demand.

8. Easy establishment of projects in the Free Zones.
9. Machines, equipment and instrumentation needed for projects established in the Free Zone are exempted from customs duties and other taxes of similar effect
10. Equipment and spare parts are exempted from all customs duties, import taxes and all taxes of similar effect.
11. Goods exported or imported from or to the Free Zone are not subject to time Limitation of warehousing.
12. Movement of goods between the Free Zone and outside of the Libya are not subject to customs duties.
13. Projects established in the Free Zone are not subject to procedures of trade register and register of importers and exporters.
14. Investors are entitled to employ and import foreign labour with specialized technical qualifications needed for the establishment or operation of projects.

2- LIBYA AND INTERNATIONAL AGREEMENTS (GATT AND WTO)

To enter GATT there must be first an awareness of the resulting effects of such decision and consequently a number, of actions should be taken which would make the joining a worthwhile process and not of negative results on the national economy.

The process of planned privatization and the reduction of the state interference in the economic process, encouragement of investment and import of skills to increase the productive efficiency in the sphere where we have a relative advantage, in addition to the adoption of monetary financial policies that keep in step with the international changes, all this should enable us to compete internationally.

The process of doing away with the impractical costly industries for which we have no ability to compete internationally will be very important in order to avoid the losses resulting from keeping them in future.

The services sector should be developed and connected with the outside world to gain the necessary experience to enable it to compete with the international services institutions, banks, insurance companies, hotels...etc.

Therefore, joining GAAT will be useful if all sound planned steps are taken and necessary changes made, otherwise it would bring in negative results if things were allowed to proceed the way they are at present. So, Libya has to concentrate its efforts to develop its own privileges and to make drastic change on the way it follows in taking economic decisions in reforming management and in developing its natural resources.

Libya was allowed to start World Trade Organization (WTO) membership talks after the WTO General Council voted unanimously to allow the oil-rich country to begin negotiations.

WTO membership negotiations typically take several years to complete and can be quite strenuous. So Libya now has the green light to set up a working party, which is the first step on the road to entry for any country seeking membership in the WTO.

3- PETROCHEMICAL INDUSTRIES

Libya has been considered number eight among oil producing countries with production of 1.400,000 million barrel and 1,315,000 m of gas plus a very strategic marketing position. These elements give Libya a great advantage in this sector.

Crude oil and petroleum products

Tab (2). Libya- crude/ products balance

	000b/d
Crude production	1,396
Crude exports	1,103
Production exports	122
Product consumption	173
Domestic refinery capacity	342

Petrochemicals, factor condition

The abundance of natural resources, (crude oil) of high-quality (brand oil) accessibility, which makes one barrel cost 19 dollars, cheap energy, which produces those products (liquefied gas).

[1] Libya has very considerable infrastructures of very effective plants; these are linked to a good chain of services institutions, research and development institutions etc., which make it very suitable for vertical expansion.

[2] The abundance of cheap energy - large-scale petrochemical plants have been constructed in areas where there are large sources of natural gas and associated gas from crude oil field (middle east, south America and Asia).

In this way the gas is liquefied and used locally for the production of petrochemicals. A typical example is the large – scale methanol plants built in the last 5 years by Saudi Arabia, Iran, Qatar, Venezuela, Chile, Trinidad and Norway.

4- INTERNATIONAL TRADE

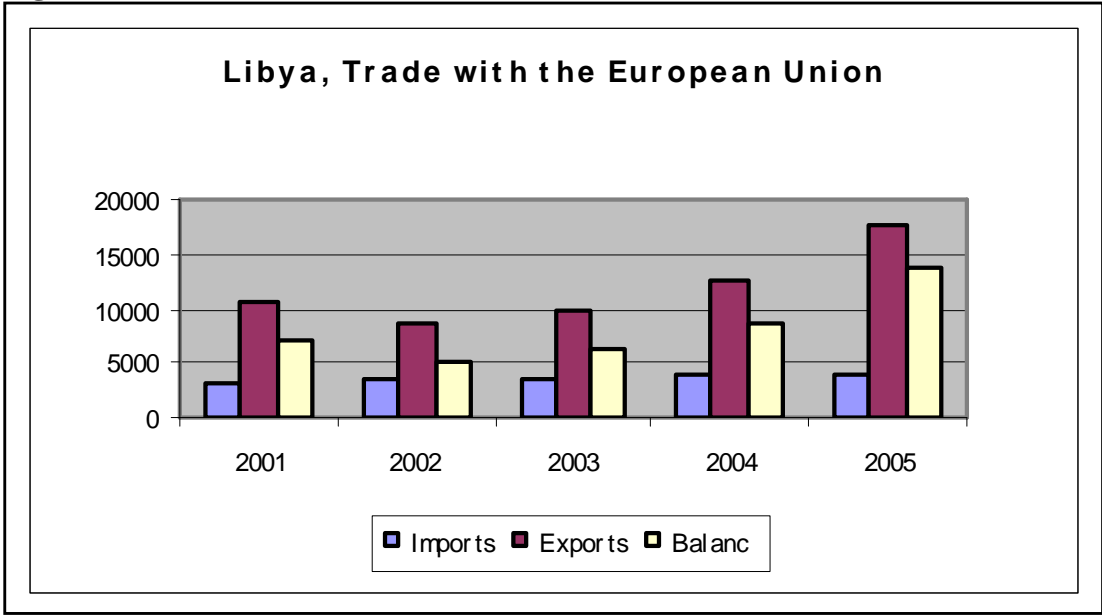
After lifting of the US embargo, Libya has started coming back to international trade scenario. Libya is an active member of the UAM (Union of the Arab Maghreb and African

Union). It has also applied for WTO membership. The top import partners of Libya are: European Union, and Japan. See the table and figures below. The commodities mainly imported are iron & steel, industrial machines, vehicles, cereals, and other food products. EU is Libya's largest trade block and hence has initiated the 'Barcelona Process' to create a free-trade area between the Mediterranean zone and the European Union by 2008.

Tab. (3) Libya, trade with the European Union

Year	Imports	Yearly % change	EU share of total imports	Exports	Yearly % change	EU share of total exports	Balance	Imports+ Exports
2001	3 324		67.41	10 484		82.84	7 160	13 809
2002	3 577	7.6	61.47	8 615	- 17.8	82.56	5 038	12 192
2003	3 528	- 1.4	65.56	9 966	15.7	81.93	6 438	13 495
2004	3 900	10.5	59.79	12 443	24.9	79.97	8 543	16 344
2005	3 895	- 0.1	55.31	17 621	41.6	76.10	13 726	21 516
3 m 2005	838		56.3	3 130		75.27	2 292	3 968
3m 2006	1 028	22.7	53.4	5 642	80.3	77.10	4 614	6 671
Average Annual growth		4.0			13.9			11.7

Fig. (3)



THE CHALLENGES FACING LIBYA TO ESTABLISH COMMODITY EXCHANGE MARKET:

The private sector in Libya is unaware of the opportunities are available and is so far limited (2% of GDP) to areas such as general services, transport and tourism. Despite the encouraging steps that have been taken by the government toward transfer the economy to open market and to attract the foreign investors, but really the result it still limited this because the country lacks previous experience in private businesses. Thus, it needs to consider several aspects such as:

1- THE ECONOMIC SYSTEM

The Libyan economy is dominated by the hydrocarbon sector, which accounts for one-third of national output. The economic system is centrally planned, which has both positive and negative impacts on the national economy. On one hand, it has avoided long-term borrowing and accumulation of foreign debts, which is good .on the other hand; it has caused the beginning of inflation problems, as well as unemployment. The private sector it still very small, although it is now officially encouraged. Investors remain wary in the absence of clear policy signals. Libya's economy is 34.5 percent free, according to 2007 assessment, which makes it the world's 155th freest economy, or third most repressed. Its overall score is 0.2 percentage point higher than last year, partially reflecting new methodological detail. Libya is ranked 17th out of 17 countries in the Middle East/North Africa region, and its overall score is much lower than the regional average.

2- BANKING AND FINANCE SYSTEM:

As we know the important sources for financing are commercial loans. As it currently stands for Libyan banks, it is almost impossible to participate in this position. Libya's financial system is primitive and highly centralized. And the banks maintain tight control, as they have neither the capacity nor the experience to deal with this kid of markets. The only bank that might contribute in financing is the Libyan Arab foreign bank, which implements the international functions of the central bank. There is also a lack of major construction firms with the financial capability and expertise in risk analysis relating to public construction plans. To overcome these problems, previous studies suggested that government should re-examine and lift various restrictions on foreign banks participation, and privatise state banks.

3- THE BUSINESS ENVIRONMENT:

The business environment in Libya is not as developed enough; in spite of the government did some steps in recent years. A one-stop window has been established to simplify the business application process. However, government regulations are applied randomly and still significantly impede the creation of new businesses. Also it lacks the appropriate legal framework related to the private business, which is considered as a key success for private finance projects .the only way to promote the private investment to enhance the business environment in terms of choosing the proper legal and regulatory framework as well as building relationships based on trust with the foreign investors. The country has to develop its local institutions, enhance people's skills, engage the local firms with the international firms in financing and reduce the restrictions on the financial institutions to contribute.

4- CURRENCY EXCHANGE

The fact that foreign companies will be getting paid in Libyan dinar, for their basic services, requires highly developed banks and financial institutions to ease their job, as investors normally rely on host country agencies to ensure currency convertibility and remission. The availability, convertibility and transferability of foreign currency as well as the stability of the local currency will be necessary in order to repay loans and pay for operating costs. Foreign exchange remains a challenge for Libya. To overcome such a barrier, the government may need to think of the introduction of international banks to the country, as they will have the experience and capacity for these sorts of projects. Furthermore, the existence of such institutions offers great confidence for the foreign investors to invest in the country .In addition to this the local financial institutions will gain valuable experience in experience in dealing with the international banks.

CONCLUSION

Libya has a clear competitive advantage in petrochemical industries because of the abundance of crude oil, the materials we derive from it, the necessary energy (gas) we need, in addition to being near a huge consuming market (Europe).

Because of its vital geographical location, Libya can also play an important role in stabilizing the region and enhancing the cooperation process between the EU and the African Union and Maghreb state in particular and African states in general.

Libya is a member of the African union, in this sense we can deal with the EU as one bloc, so that this group of nations would be the party to represent the southern coast of Mediterranean. This aim of this paper is to identify the current challenges for establishing commodity exchange market in Libya. This paper has found that Libya lacks the legal framework for

commodity exchange. New rules and regulations would need to be formulated. Although, there is a real need for this market for contributing to reduce its heavy dependency on the oil sector. There is disregard to the potential of private sector as a means of advancing the country's position. There is a lack of economic system as a whole, undeveloped banking sector and the volatility of exchange rates are major barriers for foreign investors. In addition, the public sector has a poor record of maintenance, profitability and site safety.

Commodity exchange market works well in developed countries but is beset with difficulties in the developing countries. Libya is a developing country that is asset rich. It needs to develop its infrastructure to change the economy from its dependence on oil revenues. In order to do so, there is a real need for partnership between the government and private sector to enhance the quality of services with reasonable charges, provide adequate infrastructure and contribute to economic growth.

REFERENCES:

ALQADHAFI, S. M. Libya and the 21st century: Master degree of Business administration, California state university, 2000.

ROSE, P., S. Westerfield, W., R., Jaffe, J. Corporate Finance, the McGraw- Hill Companies, Singapore, ISBN 0-256-24640-8 , 1999.

RASMIYA, G. Markets-capital-institutions. 1st edition. Egypt: Trade faculty, Elskandriya University, 1999.

Raola, R. Policies for business in the Mediterranean countries (Libya), C.A.I.MED, 80072 Arco Felice , italy.

UNCTAD, The world's commodity exchanges, United nations conference on trade and development, 2006.

CENTRAL BANK OF LIBYA. Economic Bulletin [online]. c2006, [cit. 2007-06-01].

<http://www.cbl.gov.ly/en/listview/index.php?cid=78>.

INTERNATIONAL BUSINESS STRATEGIES. Market access in libya ,March 2007.

LIBYA FOREIGN INVESTMENT BOARD [online]. c2006, [cit. 2007-06-01].

<http://www.investinlibya.com/enmain.htm>.

STRUKTUROVANÉ PRODUKTY - NOVÁ PŘÍLEŽITOST PRO INVESTORY

STRUKTUROVANÉ PRODUKTY - NEW OPORTUNITY FOR INVESTORS

Ivana Valová

ABSTRAKT:

Článek se zabývá problematikou nových bankovních produktů, které jsou známé pod názvem „retail deriváty“ nebo také „strukturované produkty“. V první části článku je uveden nezbytný teoretický základ, jehož hlavním cílem je vymezení banky a zdůraznění jejího postavení na finančním trhu. Dále už je pak pozornost věnována zejména strukturovaným produktům, jejich vymezení a vysvětlení podstaty hlavních druhů těchto produktů. Další kapitoly se zaměřují na dosavadní vývoj trhu s retail deriváty v České republice. Naznačeny jsou možnosti přínosu těchto produktů pro banky a investory a nastíněna jsou rizika spojená s těmito obchody. V závěru příspěvku jsou zmíněny trendy, které lze v oblasti strukturovaných produktů očekávat v budoucnu.

KLÍČOVÁ SLOVA:

Banka, finanční trh, investiční certifikáty, komoditní burza, komodity, retail deriváty, resp. strukturované produkty, riziko, warranty.

ABSTRACT:

The paper dedicated to new banking products, known as structured products, and the Commodity Exchanges. In the Czech Republic the Commodity Exchanges are established in compliance with the Act on Commodity Exchanges form 23rd April 1992 No. 229/1992 Coll. As amended and the Commercial Code. The Commodity Exchanges are important part of national economy and the article gives information about them, commodities and legislation in the Czech Republic.

KEY WORDS:

Bank, financial market, investment certificates, commodity exchange, commodities, risk, structured products, warrants.

1.1 BANKA JAKO SUBJEKT FINANČNÍHO TRHU A STRUKTUROVANÉ PRODUKTY

Banky jsou specifické podnikatelské subjekty, jejichž základní funkcí je:

- finanční zprostředkování ve smyslu získávání volného kapitálu od věřitelů a jeho poskytování dlužníkům;
- emise bezhotovostních peněz;
- zprostředkování platebního a zúčtovacího styku;
- zprostředkování finančního investování na peněžním a kapitálovém trhu.

Z pohledu podnikohospodářského jsou pak banky podniky, které provádějí bankovní obchody. Výstupem bank jsou služby označované jako bankovní produkty. Banky a bankovní produkty se staly součástí každodenního života většiny lidí.

Banky tedy patří k nejvýznamnějším finančním zprostředkovatelům a hrají velmi důležitou roli i při přímém financování.

Mezi bankami (a ostatními finančními zprostředkovateli) a finančními trhy, přes které probíhá přímé financování, existuje z určitého pohledu konkurenční vztah, protože vystupují jako alternativy pro přesun volného kapitálu. Ovšem současně jsou banky významnými subjekty na finančním trhu. Rostoucí význam přesunu kapitálu od věřitelů k dlužníkům přímo přes finanční trh tedy neznamená pokles významu bank, pouze se mění jejich role.

Finanční trh, na kterém banky působí, je dynamickým, neustále se vyvíjejícím prostředím. Rozvoj trhu, růst konkurence, rizika a další aspekty nutí banky hledat nové obchodní příležitosti a nabízet svým klientům další nové produkty. Již v devadesátých letech minulého tisíciletí se na trhu objevily strukturované finanční instrumenty, známé také pod názvem „pokročilé deriváty“. Důvodem tohoto označení je fakt, že jsou konstruovány odvozováním od různých druhů podkladových aktiv a současně mají vlastnosti klasických cenných papírů.

Právě banky jako první rozpoznaly přidanou hodnotu strukturovaných produktů a začaly je nabízet svým klientům. Tyto produkty byly původně pouze součástí celkové nabídky finančních produktů. Vzhledem k tomu, že nabídka nebyla schopna plně oslovit všechny investory, začaly banky a ostatní finanční zprostředkovatelé přebírat do svých nabídek moderní strukturované produkty, které byly již úspěšně emitovány na zahraničních trzích.

Se vstupem České republiky do Evropské unie se nabídka strukturovaných produktů rozšířila a stejně tak i zájem o ně vzrostl. V současné době dochází k jejich velmi rychlému rozvoji a existuje tak celá řada druhů těchto moderních produktů a jejich modifikací.

Strukturované produkty je možné členit podle různých hledisek. Lze je členit na produkty pákové a investiční. Pákovým produktem jsou například warranty a knockout produkty. Mezi investiční produkty patří investiční certifikáty nebo akciové dluhopisy.

Tabulka č. 1: Členění strukturovaných produktů

Strukturované produkty			
PÁKOVÉ PRODUKTY		INVESTIČNÍ PRODUKTY	
Warranty	Knockout produkty	Investiční certifikáty	Akciové dluhopisy

Pramen: Vlastní konstrukce.

1.1.1 CHARAKTERISTIKA VYBRANÝCH STRUKTUROVANÝCH PRODUKTŮ

Warrant je cenný papír, který uděluje majiteli právo, nikoliv povinnost, na nákup či prodej určitého podkladového aktiva (akcie, akciový index, měna, komodita) za předem stanovenou cenu během nebo v pevně stanovenou dobu. Warranty patří mezi finanční deriváty a jsou emitovány velkými světovými bankami (např. Deutsche Bank, Raiffeisenbank). Jsou považovány za vysoce rizikové cenné papíry. Jedním ze základních rizik je riziko pákového efektu, kdy páka u warrantů způsobuje větší zisky ale také větší ztráty v porovnání s přímou investicí do podkladového aktiva.

Knockout produkty, někdy nazývané také turbo certifikáty či mini futures atd., jsou produkty pomocí kterých investor participuje jedna ku jedné na vývoji ceny podkladového aktiva. Jedná se o warranty se zabudovanou Knock-Out hranicí, při jejímž dosažení se stává certifikát bezcenný a přestává se obchodovat. Za nejvýznamnější strukturované investiční produkty je možné obecně považovat strukturované dluhopisy a investiční certifikáty.

Strukturované dluhopisy jsou investiční instrumenty, které kombinují dluhopisy a určité deriváty tak, aby společně vytvořily strukturu šitou na míru potřebám konkrétní skupiny investorů. Strukturované dluhopisy v sobě spojují některé výhody vkladů s nízkým rizikem a investičními nástroji s vyšším výnosem. Uvedené vlastnosti je možné dosáhnout zpravidla takovým způsobem, že bude dluhopis držen investorem do splatnosti. V takovém případě je garantována návratnost investované částky společně s předem dohodnutým výnosem.

Hlavními přednostmi strukturovaných dluhopisů jsou nízká rizikovost investice, mimořádný potenciál růstu, kterého dosáhneme spojením celkového konzervativního charakteru investice s dynamickou složkou finančního trhu a možnost okamžitého odprodeje.

Není možné zapomenout ani na skutečnost, že celý výnos získá investor. Kapitálové výnosy z cenných papírů, které jsou v držení fyzických osob déle než 6 měsíců, jsou v souladu s platnými právními předpisy České republiky osvobozeny od daně z příjmu. V základní investiční strategii tedy výnos není předmětem žádné daně.

Investiční certifikáty představují alternativu v investování do akcí či dluhopisů a jsou s nimi spojena stejná rizika. V případě, že podkladovým aktivem investičních certifikátů jsou akcie, nepředstavují akcionářská práva. Jedná se o dlužní úpis, který si investor koupí, a který si v pozdějším termínu může nechat opětovně proplatit. Při výběru investičního certifikátu je pro investora stěžejním kritériem kvalita emitenta. Původně byly investiční certifikáty dostupné pouze velkým institucionálním investorům. Od poloviny 90. let minulého tisíciletí mají možnost se podílet na uvedených produktech také drobní investoři.

Certifikáty nabízejí možnost profitovat na rostoucím, klesajícím, ale také na stagnujícím trhu. Další výhodou je že investor zná přesnou strukturu podkladového aktiva a způsob jakým se stanoví hodnota certifikátu. Není možné opomenout ani to, že na certifikáty se vztahuje tzv. 6 měsíční daňový test, to znamená, že po uplynutí této doby nepodléhají zisky zdanění.

1.1.2 SHRNUÍ A DÍLČÍ ZÁVĚRY

Retail deriváty jsou moderní finanční produkty, které jsou emitovány bonitními bankovními institucemi. Ve své struktuře vždy obsahují alespoň jeden derivátový prvek, zpravidla jím bývá opce. Strukturované produkty je možné považovat za ocenitelná práva či závazky, jejichž hodnota je odvozena z cenných papírů, komodit, měn a indexů nebo se jejich hodnota k cenným papírům nějakým způsobem vztahuje.

Přes své výhody jsou i tyto finanční instrumenty spojeny s rizikem. V případě, že se emitent dostane do platební neschopnosti, hrozí investorovi ztráta i celého investovaného kapitálu. Kromě úvěrového rizika je investice ohrožena také rizikem tržním (riziko ztráty ze změn tržních cen, jakož i změn hodnot finančních instrumentů), měnové (které ohrožuje každý certifikát emitovaný v cizí měně) a inflační (spočívající v trvalém znehodnocení peněz).

1.2 SITUACE V ČESKÉ REPUBLICE

1.2.1 SITUACE NA BURZE CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA

Dne 4. 10. 2006 zahájila Burza cenných papírů Praha¹ (dále jen „BCPP“) obchodování s prvními investičními certifikáty. Byly jimi investiční certifikát CECEXT a CTX, které emitovala Raiffeisen Centrobank AG. S dalšími certifikáty (BRENT CRUDE OIL, CTX SHORT, DJ EURO STOXX 50, GOLD a RDX) začalo být obchodováno dne 14. 12. 2006. O necelé tři měsíce později, dne 5. 3. 2007, proběhlo další rozšíření nabídky investičních certifikátů. Bylo zahájeno obchodování s dalšími osmi novými emisemi investičních certifikátů (BRENT TURBO LONG, BRENT TURBO SHORT, ČEZ TURBO LONG, GOLD TURBO LONG, GOLD TURBO SHORT, PX TURBO LONG I., PX TURBO LONG II., O2 C.R. TURBO LONG). Druhou, méně početnou, skupinou retail derivátů, které se obchodují na BCPP, jsou warranty.

Pro úplnost informací týkajících se strukturovaných produktů na trhu v České republice je nezbytné uvést přehled všech aktuálních emisí obchodovaných na BCPP. Takovýto přehled nabízí Tabulka č. 1 a Tabulka č. 2.

Tabulka č. 1: Parametry emisí investičních certifikátů²

Název	Druh IN	Datum emise	Datum splatnosti	Podkladové aktivum	Rizikovitost ³
BRENT CRUDE OIL	IC nepák.	21.10.2004	neomez.	Brent Crude Oil - Future	1
BRENT TURBO LONG	IC pákový	18.01.2007	neomez.	3M futures na 1 barel ropy	5
BRENT TURBO SHORT	IC pákový	05.10.2006	neomez.	3M futures na 1 barel ropy	5
CECE BANKING TL	IC pákový	22.11.2006	18.07.2008	Banky východní Evropy	5
CECE OIL&GAS TL	IC pákový	22.11.2006	18.07.2008	Ropa a zemní plyn východní Evropy	5
CECE TELECOM TL	IC pákový	22.11.2006	18.07.2008	Telekomunikace východní Evropy	5
CECE TL	IC pákový	01.09.2006	18.07.2008	Index zemí východní Evropy	5
CECE TS	IC pákový	09.05.2006	21.12.2007	Index zemí východní Evropy	5
CECEXT	IC nepák.	21.03.2006	neomez.	Index CECExt	1
CTX	IC nepák.	08.09.2005	neomez.	Index CTX	1
CTX TS	IC pákový	15.03.2007	18.07.2008	České akcie	5
ČEZ TURBO LONG	IC pákový	05.10.2006	18.07.2008	CZ0005112300	5
DJ EURO STOXX 50	IC nepák.	11.06.2002	neomez.	Index DJ Euro STOXX 50	1
GOLD	IC nepák.	15.09.2004	neomez.	Trojská unce zlata obchodovaná v USD	1
GOLD TURBO LONG	IC pákový	15.02.2006	neomez.	Trojská unce zlata	5
GOLD TURBO SHORT	IC pákový	21.06.2006	neomez.	Trojská unce zlata	5
O2 C.R. TURBO LONG	IC pákový	21.06.2006	21.12.2008	CZ0009093209	5
PX TURBO LONG I.	IC pákový	06.02.2007	18.07.2008	Index PX	5
PX TURBO LONG II.	IC pákový	06.02.2007	18.07.2008	Index PX	5
RDX	IC nepák.	01.02.2005	neomez.	Index RDX	1
ROTX TL	IC pákový	15.03.2007	18.07.2008	Rumunský index	5
S-BOX DIMAX	IC nepák.	12.02.2007	neomez.	Index nemovitostní	1
SETX TL	IC pákový	18.07.2008	18.07.2008	Index zemí jihovýchodní Evropy	5
ŽELEZNÁ RUDA TL	IC pákový	14.11.2008	14.11.2008	Železná ruda	5

Pramen: Vlastní konstrukce na základě www.pse.cz (červen 2007).

¹ Burza cenných papírů Praha, a. s., ze zákona akciová společnost, je největším organizátorem trhu s cennými papíry v České republice.

² Obecné parametry a konkrétní standardní podmínky pro obchodování s investičními certifikáty byly stanoveny Burzovním výborem pro burzovní obchody.

³ Rizikovitost 1 - nejméně riziková investice, rizikovitost 5 – nejvíce riziková investice.

Tabulka č. 2 Parametry emisí warrantů⁴

Název	Druh IN	Datum emise	Datum splatnosti	Podkladové aktivum	Rizikovitost ⁵
ČEZ W SHORT	warrant	15.02.2006	21.12.2007	CZ0005112300	5
ECM WARRANTS	warrant	-	22.07.2011	LU0259919230	5
O2 C.R. W SHORT	warrant	15.02.2006	21.12.2007	CZ0009093209	5

Pramen: Vlastní konstrukce na základě www.pse.cz (červen 2007).

V současné době je na BCPP kótováno celkem 27 investičních nástrojů (24 investičních certifikátů a 3 warranty). Všechny uvedené tituly se obchodují na oficiálním volném trhu.

Emitentem většiny titulů je Raiffeisen Centrobank AG⁶, pouze v jednom případě je emitentem jiná společnost. Konkrétně jde o produkt ECM WARRANTS, jehož emitentem je společnost ECM REAL ESTATE INVESTMENTS A.G.⁷. Uvedený warrant jako jediný neuvádí datum emise, další odlišností je způsob jeho vypořádání (naturální) a měna konečného vypořádání (EURO). U ostatních produktů je způsob vypřádání peněžní a měnou konečného vypořádání CZK.

1.2.2 OBJEMY OBCHODŮ NA PRAŽSKÉ BURZE

První certifikáty byly emitovány již v roce 2002, přesto bylo obchodování s těmito produkty zahájeno na BCPP teprve počátkem října roku 2006. Ačkoliv od té doby uplynula poměrně krátká doba, je jistě velmi zajímavé podívat se, jak se těmto finančním nástrojům daří. Kromě aktuálních údajů o obchodech s retail deriváty jsou pro zajímavost uváděny také informace o derivátech, konkrétně futures, jejichž obchodování bylo zahájeno také v říjnu 2006.

V roce 2006 se uskutečnily obchody s investičními certifikáty za 5,2 mil. Kč (obchodování bylo spuštěno 4. 10. 2006) a s futures za 32,2 mil. Kč (obchodování bylo zahájeno 5. 10. 2006). U warrantů v roce 2006 neproběhl žádný obchod (obchodování s warranty bylo spuštěno 11. 12. 2006)

Statistiky za rok 2007 jsou už příznivější, v lednu proběhly obchody s certifikáty zhruba za 67 mil. Kč, s futures 34,4 mil. Kč. S warranty neproběhl opět žádný obchod. Teprve únorová statistika ukazuje, že proběhly první dva obchody s warranty ve výši 0,5 mil. Kč, obchody s futures vzrostly oproti lednu téměř 4x (129,3 mil. Kč), zvýšil se i objem obchodů s investičními certifikáty (88,6 mil. Kč).

Následující tabulky ukazují průběh obchodů s deriváty a retail deriváty v dalším období.

Tabulka č. 3: Objemy obchodů s investičními certifikáty na BCPP

Období	Počet emisí	Zobchodované kusy	Objem	Počet obchodů
IX. 06	-	-	-	-
X. 06	2	5 200	2 738 260,00	14

⁴ Obecné parametry a konkrétní standardní podmínky pro obchodování s warranty byly stanoveny Burzovním výborem pro burzovní obchody.

⁵ Rizikovitost 1 - nejméně riziková investice, rizikovitost 5 – nejvíce riziková investice.

⁶ Rakouská společnost se sídlem ve Vienně poskytující bankovní služby.

⁷ Jde o společnost zabývající se projektováním a výstavbou komerčních a rezidenčních nemovitostí. Sídlo této společnosti se nachází v Lucemburku.

XI. 06	2	1 200	577 760,00	4
XII. 06	7	7 200	1 871 400,00	11
I. 07	7	593 650	66 878 975,00	239
II. 07	7	777 935	88 642 792,00	383
III. 07	15	2 753 060	238 419 902,50	957
IV. 07	14	1 840 730	75 083 340,00	393
V. 07	24	2 284 980	98 513 967,50	561
VI. 07	24	2 210 620	102 089 630,00	652

Pramen: Vlastní konstrukce na základě www.pse.cz .

Tabulka č. 4: Objemy obchodů s warranty na BCPP

Období	Počet emisí	Zobchodované kusy	Objem	Počet obchodů
IX. 06	-	-	-	-
X. 06	-	-	-	-
XI. 06	-	-	-	-
XII. 06	-	-	-	-
I. 07	1	0	0,00	0
II. 07	1	500	541 300,00	2
III. 07	3	265 200	3 168 500,00	28
IV. 07	3	190 000	1 486 650,00	23
V. 07	3	206 000	2 480 700,00	19
VI. 07	3	11 000	1 174 650,00	4

Pramen: Vlastní konstrukce na základě www.pse.cz .

Tabulka č. 5: Objemy obchodů s futures na BCPP

	Počet sérií	Zobchodované kontrakty	Objem (CZK)	Počet obchodů
IX. 06	-	-	-	-
X. 06	2	76	11 358 600,00	29
XI. 06	2	50	7 765 900,00	16
XII. 06	2	82	13 096 800,00	53
I. 07	6	215	34 421 740,00	106
II. 07	6	821	129 385 750,00	243
III. 07	6	1 606	229 387 920,00	479
IV. 07	6	974	152 488 790,00	422
V. 07	6	1 026	174 785 000,00	331
VI. 07	6	1 046	177 161 300,00	287

Pramen: Vlastní konstrukce na základě www.pse.cz .

Na konci roku 2006 nebyl o nové finanční instrumenty na BCPP příliš velký zájem a obchody byly velmi nízké. S rostoucí nabídkou těchto finančních instrumentů na BCPP a také s rostoucí informovaností investorů o těchto možnostech investování se počty a objemy obchodů pomalu zvedají.

Dne 23. 3. 2007 se na webových stránkách BCPP objevila dokonce informace o tom, že došlo k vyprodání investičního certifikátu CTX Turbo Short⁸. Podle emisních podmínek bylo pro investory působící na burze v Praze, Vídní a Stuttgartu připraveno celkem 625 000 kusů tohoto investičního nástroje. Díky vysokému zájmu investorů byl tento počet brzy vyčerpán a nebylo možné na žádném z výše uvedených trhů certifikát CTX Turbo Short nakoupit.

⁸ Turbo certifikát spekulující na pokles BCPP.

1.2.3 RETAIL DERIVÁTY V EKONOMICE BANKY

Banky znají deriváty a strukturované produkty již delší dobu. Deriváty mohou obchodovat na účet klienta (což je častější případ) nebo na vlastní účet (využívají je tak k řízení rizik, ke spekulaci či arbitráži). Spekulace, ať už v oblasti derivátů či jiných finančních obchodů, nabízí zajímavý výnos, ale „podmínkou“ je zvýšené riziko, při jehož naplnění dojde k výrazné ztrátě. U retail derivátů se banka nestává protistranou uzavřeného obchodu s klientem a nepouští se tedy do spekulativního obchodu, který podléhá zmíněnému zvýšenému riziku.

Při emisi retail derivátů se banka zaměřuje především na drobného investora. Díky množství disponibilních peněžních prostředků a lepší odborné znalosti je banka schopna, na rozdíl od drobného investora, nakoupit velké množství podkladového aktiva a odpovídajícího derivátu, které se pak podílejí na struktuře výsledného produktu.

Drobní investoři mohou od banky retail deriváty nakupovat ve finančně přijatelném množství. Je možné nakupovat dokonce v tzv. poměru odběru, což přináší možnost investovat už od relativně nízkých částek. Tím, že banka jednotlivé složky produktu opravdu nakoupí, se nestává do spekulativní pozice, v každém okamžiku je schopna investorovi vyplatit náležitou hodnotu za jeho certifikát.

Banka tedy vždy uzavírá svoji pozici a retail derivát je pro ni zajímavý z pohledu jistého výnosu z poplatků a provizí a případnému výnosu ze spreadu, tj. rozdílu mezi nákupní a prodejní cenou derivátových finančních nástrojů.

1.2.4 SHRnutí A DÍlČÍ ZÁVĚRY

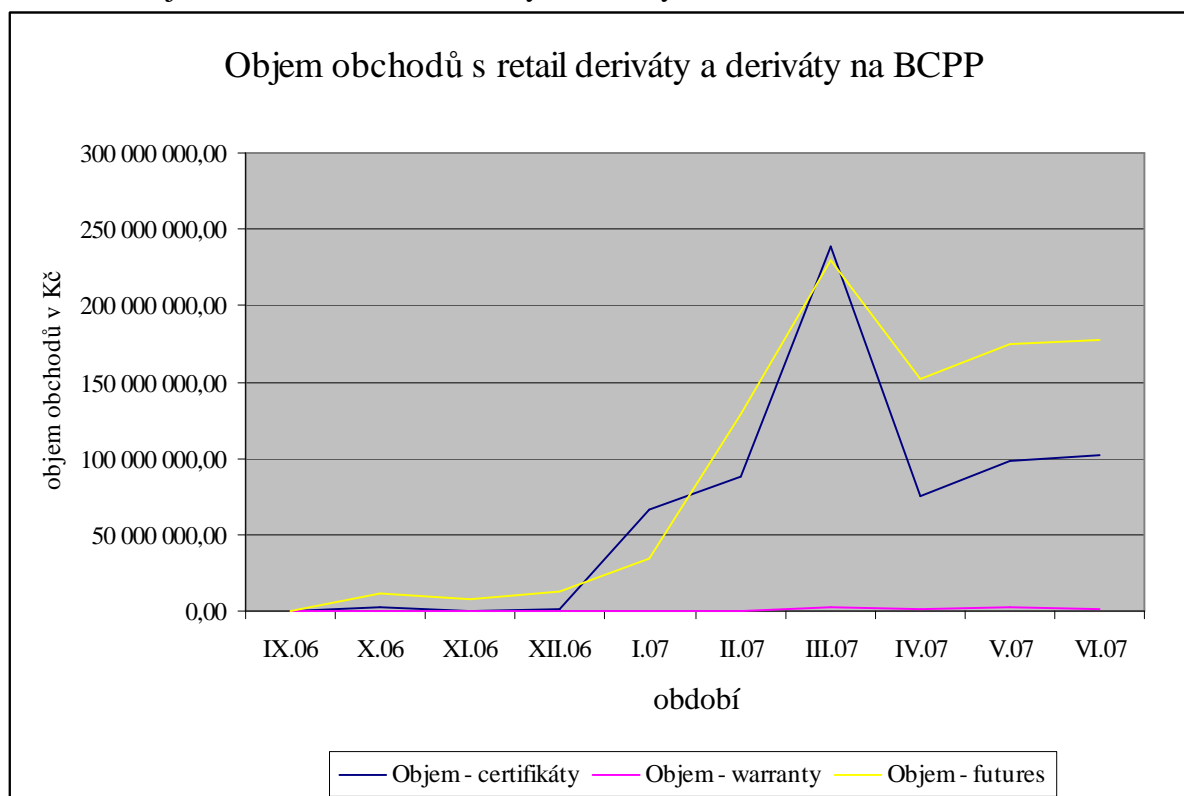
První obchody s investičními certifikáty a warranty zaznamenal český trh teprve koncem roku 2006. V současné době se na volném trhu BCPP obchoduje celkem s 27 emisemi, z toho v 24 případech se jedná o investiční certifikáty a pouze ve 3 případech o warranty. Zbytková splatnost se u těchto produktů pohybuje od několika měsíců do 4 let, u některých pak není datum splatnosti omezen. Rizikovost pro investora je z větší části hodnocena nejvyšším stupněm, tj. 5 (nejvíce riziková investice). Objemy obchodů zaznamenávají poměrně velké výkyvy, ale přesto je možné sledovat rostoucí tendence.

Zajímavá je také informace o podkladovém aktivu, které se k danému certifikátu či warrantu vztahuje. V nejednom případě je podkladovým aktivem komodita. Na tomto místě je možná vhodné zmínit, že komodity se, díky svým výjimečným vlastnostem⁹, těší stále většímu zájmu ze strany investorů. Vzhledem k této skutečnosti, ale také díky zcela nové právní úpravě komoditních burz v českém zákonodárství (Zákon o komoditních burzách¹⁰ byl donedávna v mnohém překonaný, koncepčně nejasný a ve svých důsledcích činnost a rozvoj komoditních burz brzdil, a znesnadňoval spolupráci komoditní burzy s bankou) je možné vidět další rozvoj obchodování se strukturovanými a všemi ostatními finančními produkty, které mají s komoditou nějakou souvislost na burzách nebo na komoditních burzách.

⁹ Například odolnost vůči inflaci, je vlastnost, kterou ostatní finanční investiční instrumenty postrádají.

¹⁰ Zákon č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách, ve znění posledních novel.

Graf č. 1. Objem obchodů s retail deriváty a deriváty na BCPP



Pramen: Vlastní konstrukce.

V okamžiku kdy banka emituje retail derivát, se nestává protistranou investora při uzavírání tohoto obchodu. Z tohoto důvodu není motivací banky při emisi retail derivátů možnost spekulace, ale výnosy z poplatků a provizí a výnosy z tzv. spreadu – rozdílu mezi nákupní a prodejní cenou certifikátu. S rostoucím objemem obchodů je emise retail derivátů pro banky atraktivnější. Z tohoto pohledu je pro banky situace na zahraničních trzích daleko příznivější. Objemy obchodů s retail deriváty a stejně také nabídka různých struktur strukturovaných produktů na zahraničních trzích výrazně převyšuje stejné veličiny na českém trhu. Vzhledem ke krátké historii strukturovaných produktů v České republice je jisté, že se v blízké budoucnosti bude „skóre“ pro český trh zlepšovat.

ZÁVĚR

Významným prvkem finančního trhu jsou nadále banky. Jejich postavení je ovšem ohroženo zvyšující se konkurencí. Banky se snaží svou pozici upevnit. Jedním způsobem, jak toho dosahují, je zvýšený zájem o potřeby klientů. Poměrně novou záležitostí jsou retail deriváty. Banky je nabízejí investorům už sice od 90. let minulého století, přesto k jejich rozšiřování dochází až v posledních několika letech.

Emitentem strukturovaných produktů je sama banka, ale obchod s nimi provádí na účet klienta, tedy ne na svůj vlastní účet. Důvodem je, že při obchodech se strukturovanými produkty dochází ke spekulaci, která je pro banku nepřístupná. Při jakémkoliv obchodu banka uzavírá svou pozici. Tato „strategie“ je stanovena právními předpisy a má chránit vklady klientů před rizikovými obchody, které by banka v případě neexistence omezujících zákonů mohla provádět.

Obchod se strukturovanými produkty se uskutečňuje tak, že banka nakoupí velký balík podkladových aktiv (v drtivé většině jde o opce) a rozdělí ho na několik menších částí, které

poté prodá klientům. Každý klient má svou vlastní strategii a očekávání, a na základě toho si zvolí typ produktu, který od banky nakoupí. Vývoj finančního trhu poté přinese investorovi výdělek nebo ztrátu. Banka při těchto obchodech vždy vydělává, a to na poplatcích a případném spreadu.

Z hlediska rizikovosti lze říci, že strukturované produkty nejsou pro banku ztrátové. Hlavní a v podstatě jediné riziko leží na investorovi. Finanční instituce totiž nejprve obdrží peníze od investorů a teprve poté nakoupí reálné podkladové aktivum.

Vzhledem ke skutečnostem uvedeným v hlavní části příspěvku, je možné říci, že hlavní boom v oblasti strukturovaných produktů Českou republiku teprve čeká. Objemy obchodů s jednotlivými odvozenými deriváty prostřednictvím bank a burz se rok od roku zvyšují, přesto zůstává na straně investorů poměrně veliký prostor pro další obchody tohoto typu.

Ačkoliv jsou strukturované produkty v České republice novinkou, jsou pro investory díky své pružnosti a možnosti zajímavých výdělků velmi lákavé. Nelze přehlédnout ani trendy zvyšování zájmu o investování do reálných aktiv, kde právě komodity, díky svým specifickým vlastnostem, nabývají stále většího významu. Nová legislativní úprava¹¹ navíc usnadní obchodní spolupráci mezi bankami (popř. jinými subjekty) a komoditními burzami, které měly do té doby nejasnou a pro banky problematickou právní formu.

Z výše uvedených skutečností je možné vyvodit několik závěrů. Lze předpokládat, že v blízké budoucnosti – poté, co se investoři dostatečně seznámí se strukturovanými produkty, pochopí podstatu jejich fungování a získají k nim důvěru - bude docházet ke stále dynamičtějšímu růstu objemu obchodů s těmito produkty.

Ze změn, které se odehrávají na poli komodit a komoditních burz usuzují, že v delším časovém horizontu bude zájem o strukturované produkty, jejichž podkladovým aktivem bude komodita, jakož i o ostatní finanční produkty, které budou nějakým způsobem s komoditami souviset. Uvedené skutečnosti vedou k závěru, že v několika následujících letech dojde ke zvýšení zájmu investorů o obchodování s na komoditních burzách. Již dnes lze proto říci, že komoditní burzy se v budoucnu stanou silným hráčem na poli finančního trhu a že obchodování na komoditních burzách se bude výrazným způsobem rozšiřovat.

LITERATURA

- [1] DVOŘÁK, P. Bankovníctví pro bankéře a klienty. 3. vyd. Praha: Linde, 2005. 681 s. ISBN 80-7201-515-X.
- [2] JÍLEK, J. Finanční rizika. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2000. 635 s. ISBN 80-7169-579-3.
- [3] JÍLEK, J. Finanční a komoditní deriváty, 1. vyd. Praha: Grada, 2002. 624 s. ISBN 80-247-0342-4.
- [4] REJNUŠ, O. Peněžní ekonomie - Finanční trhy, 3. vyd. Brno: Vysoké učení technické v Brně, 2007. 286 s. ISBN 978-80-214-3466-0.
- [5] REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 2. vyd. Praha: Management Press, 2001. 782 s. ISBN 80-7261-051-1.
- [6] SVOBODA, M., ROZUMEK, D. *Investiční certifikáty*, Praha, 2005, Komice pro cenné papíry, ISBN 80-239-5317-6.
- [7] www.citibank.cz (webové stránky Citibank, a.s.)
- [8] www.hvb.cz (webové stránky HVB Bank Czech Republic, a.s.)

¹¹ Zákon č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách, ve znění novel č. 216/1994 Sb., 105/1995 Sb. a 70/2000 Sb.

- [9] www.pse.cz (webové stránky Burzy cenných papírů Praha, a.s.)
[10] Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech
[11] Zákon č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách a burzovním komoditním obchodu,
ve znění pozdějších předpisů

KONTAKT

Ing. Ivana Valová

Masarykova univerzita, Ekonomicko-správní fakulta, Katedra financí

Lipová 41a, 602 00 Brno

fipo@centrum.cz

62889@mail.muni.cz

OBCHODOVANIE NA KOMODITNÝCH TRHOCH

Darina Vološinová

ABSTRAKT

V tomto príspevku sa zameriavame na finančné nástroje, ktoré sa najčastejšie obchodujú na komoditných trhoch. Keďže rozhodujúcou mierou sa komodity obchodujú prostredníctvom derivátov, cieľom bude ich špecifikácia. Pôjde o komoditný forward, komoditný futures, komoditný swap a komoditné opcie.

Pri porovnaní týchto derivátov konštatujeme, že zohľadňujú špecifiká obchodovania s komoditami, ale zároveň predstavujú aj určité obmedzenia, nakoľko niektoré premenné kvôli využitiu exaktných metód pri odhadovaní cien sú zjednodušené.

KLÚČOVÉ SLOVÁ

komodita, komoditný forward, komoditný futures, komoditný swap, komoditné opcie

1. ÚVOD

Finančné aj nefinančné subjekty sa pri nepremyslenom a riskantnom obchodovaní prostredníctvom derivátov môžu dostať do ťažkej finančnej situácie, ktoré v niektorých prípadoch končia až konkurzmi, či likvidáciou. Preto obchodovanie prostredníctvom derivátov konečnými užívateľmi musí byť nadmieru obozretné, pri perfektnej znalosti každého nástroja, trhu a komodity. Zároveň každý investor si musí zodpovedať otázku, či si môže dovoliť stratu, pretože z investovania prostredníctvom derivátov sa straty skôr alebo neskôr dostavia. V príspevku sa preto zameriavame na špecifiká komoditných derivátov, so snahou ukázať exaktné prístupy na stanovenie reálnej budúcej hodnoty (ceny) komodity.

2. DERIVÁTY OBCHODOVANÉ NA KOMODITNÝCH TRHOCH

2.1 KOMODITNÝ FORWARD

Je to OTC derivát a ide o forward na výmenu pevnej sumy hotovosti za komoditný nástroj k určitému dátumu v budúcnosti. Reálna hodnota komoditného forwardu na kúpu alebo predaj komodity sa zisťuje podobným spôsobom ako reálna hodnota akciového forwardu na kúpu alebo predaj akcií, len s tým rozdielom, že aktuálnu spotovú úrokovú mieru r nahrádzajú pri výpočte aktuálne ročné náklady na prenos komodity c . Náklady na prenos komodity c obsahujú úrokové náklady r , náklady na skladovanie, náklady na poistenie a dopravné náklady. Je ich možné stanoviť z kotácií futures na komodity.

Jednou možnosťou, ako určiť reálnu hodnotu komoditného forwardu na kúpu komodity je vzťah:

$$P = \frac{(S_t - S_x)n}{1 + c_{o,t} \frac{t}{360}}$$

kde: P je reálna hodnota komoditného forwardu na kúpu v príslušnej mene,

S_t je aktuálna forwardová cena komodity na obdobie t na jednotku komodity,

S_x je pevná (dohodnutá) forwardová cena komodity na jednotku komodity,

t je doba od súčasnosti do vysporiadania komoditného forwardu v dňoch,

$c_{o,t}$ sú aktuálne ročné náklady na prenos komodity v príslušnej mene za obdobie t ,

n je počet jednotiek nakupovanej komodity.

Vzťah predpokladá, že ide o komoditu s nízkymi skladovacími nákladmi a že aktuálne ročné náklady na prenos komodity v desatinnom čísle zodpovedajú jednoduchému úročeniu.

Aktuálnu forwardovú cenu komodity S_t na obdobie t je možné zistiť dvoma spôsobmi. Prvý rešpektuje bezarbitrážne podmienky:

$$S_t = \left(1 + c_{0:t} \frac{t}{360}\right) S_s$$

kde S_s je aktuálna spotová cena komodity.

Spotové ročné náklady na prenos komodity $c_{0,t}$ sa môžu stanoviť interpoláciou (alebo extrapoláciou) kotácie cien futures. Tu berieme do úvahy len úrokové náklady, a potom sa spotové ročné náklady na prenos komodity rovnajú spotovej úrokovej miere, ktorá sa určí interpoláciou, alebo extrapoláciou kotácie sadzieb medzibankových vkladov (napr. LIBOR).

Podľa druhej metódy sa aktuálna forwardová cena komodity stanoví interpoláciou alebo extrapoláciou kotácie forwardových cien komodít, je ale obtiažnejšia, pretože forwardové ceny komodít obvykle nie sú k dispozícii.

Druhou možnosťou, ako určiť reálnu hodnotu komoditného forwardu na kúpu komodity je vzťah:

$$P = S_s \cdot n - \frac{S_x \cdot n}{1 + c_{0:t} \frac{t}{360}}$$

Tu ide o rozdiel reálnej hodnoty komodity (dlhý podkladový nástroj) a reálnej hodnoty prijatého vkladu (krátky podkladový nástroj) v príslušnej mene so splatnosťou t .

Reálna hodnota ($-P$) forwardového predaja komodity za príslušnú menu je, až na znamienko, určená rovnakými vzťahmi ako reálna hodnota forwardu na kúpu komodity.

2. 2 KOMODITNÝ FUTURES

Futures je štandardizovaný kontrakt, obchodovaný na derivátovej burze. Komoditný futures je futures na výmenu pevnej sumy v hotovosti za komoditný nástroj k určitému dňu v budúcnosti. Najobchodovanejšími futures kontraktmi na komodity sú:

- energetické komodity (ropa, benzín, zemný plyn, vykurovací olej),
- kovy (zlato striebro, meď, platina, paladium),
- obilniny (kukurica, sója a produkty z nej - sójový olej, sójový šrot, pšenica, ovos),
- potraviny (cukor, káva, kakao, pomarančový koncentrát),
- mäsa (hovädzie, bravčové)
- ostatné (bavlna, drevo).

Za najvyvinutejšie trhy možno označiť trhy energetických komodít a trhy kovov.

Ceny futures je možné objasniť, podobne ako pri forwardoch komodít, pomocou nákladov na prenos komodít¹ za predpokladu, že trhy sú dokonalé a podkladová komodita je skladovateľná. Pod pojmom „náklady na prenos komodít“ sa rozumejú celkové náklady „prenosu“ komodity zo súčasnosti do určitého času v budúcnosti. Náklady prenosu tvoria úrokové náklady, skladovacie náklady, náklady poistenia a dopravné náklady.

Arbitráž hotovosti a nákladov prenosu zabraňuje, aby cena futures bola príliš vysoká vzhľadom k spotovej cene komodity. Podobne reverzná arbitráž bráni, aby cena futures bola príliš nízka voči spotovej cene komodity. Ak komoditu nie je možné skladovať, arbitráž hotovosti a prenosu nie je možná a potom kotácia futures nie je na spotovú cenu nijak viazaná. Celkovo vzťah medzi spotovou cenou a kotáciou futures závisí na transakčných nákladoch, dodávkach komodity, skladovateľnosti komodity, výrobnom a spotrebnom cykle a možnostiach krátko predaja.

Ak existuje stabilná dodávka komodity, obchodníci budú ochotnejšie realizovať krátke predaje. Všeobecne platí aj, že ak je produkcia komodity rovnomerná, potom existuje menšia pravdepodobnosť výpadku v dodávke komodity. Podobne, ak je spotreba komodity rovnomerná, je menšia pravdepodobnosť náhleho vysokého dopytu.

Drahé kovy majú vcelku stabilnú ťažbu a spotrebu. Pri poľnohospodárskych produktoch existuje prevaha ponuky nad dopytom, ale tu pôsobí sezónny cyklus (žatva), čím je celková úroveň zásob menej stabilná ako u drahých kovov. Skladovateľnosť drahých kovov je vysoká, stredne vysoká je aj u obilnín a olejní, preto je možné pri cenách futures kontraktov na tieto komodity použiť model nákladov prenosu. Model nákladov prenosu takmer dokonale platí pre zlato, naproti tomu, sezónnosť produkcie mnohých potravín spôsobuje, že tieto komodity sa odchyľujú od modelu nákladov prenosu. Energetické komodity majú pomerne stabilnú produkciu, ale vysokú sezónnu spotrebu. Niektorí spotrebitelia ropy ju skladujú a chránia sa tak proti možným poruchám v dodávkach, čo im zároveň poskytuje výnosy z príležitosti. Ropa sa preto veľmi málo riadi modelom nákladov prenosu.

Okrem modelu nákladov prenosu (*cost-of-carry model*) sa pre oceňovanie futures používa aj model očakávaní (*expectations model*), podľa ktorého sa súčasné ceny futures rovnajú spotovým cenám, ktoré obchodníci očakávajú u danej komodity v čase jej dodávky podľa futures.

2. 3 KOMODITNÝ SWAP

Swap je OTC derivát s vysporiadaním (výmenou, dodaním) podkladových aktív k určitým okamžikom v budúcnosti. V prípade komoditného swapu ide o výmenu pevnej alebo dosiaľ neznámych čiastok hotovosti za komodity k určitým dátumom v budúcnosti. Započítanie býva obvykle poločísté, čiže platca komodity platí komoditnému príjemcovi zvýšenie ceny komodity a naopak komoditný príjemca platí komoditnému platcovi zníženie ceny komodity a pevnú alebo premenlivú čiastku odvodenú od napr. LIBOR. Patrí sem aj swap na komoditný index.

2. 4 KOMODITNÉ OPCIE

Opcia je OTC alebo burzový derivát s právom jedného partnera – kupujúceho opcie na vysporiadanie oboch podkladových nástrojov v jednom okamihu v budúcnosti (európska opcia) alebo v priebehu určitého obdobia v budúcnosti (americká opcia).

¹ viac napr. JÍLEK, J.: Finanční a komoditní deriváty. Praha : Grada Publishing, 2004, ISBN 80-247-0342-4. s.272

Kupujúci kúpnej komoditnej opcie obdrží v budúcnosti čiastku úmernú rozdielu medzi budúcou spotovou cenou komodity a realizačnou cenou opcie. Za túto možnosť platí opčnú prémiiu.

Reálnu hodnotu kúpenej kúpnej opcie možno určiť zo vzťahu:

$$C = \frac{[N(d_1).S_t - N(d_2).S_x]n}{1 + r_{0,t} \frac{t}{360}}$$

kde:

$$d_1 = \frac{\ln \frac{S_t}{S_x} + \frac{\sigma^2}{2} \frac{t}{365}}{\sigma \sqrt{\frac{t}{365}}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{\frac{t}{365}}$$

kde:

C je reálna cena kúpenej kúpnej komoditnej opcie za príslušnú menu,

S_t je aktuálna forwardová cena komodity na obdobie t ,

S_x je pevná (dohodnutá) realizačná cena opcie,

t je čas od súčasnosti po vysporiadanie komoditnej opcie v dňoch,

$r_{0,t}$ je aktuálna spotová úroková miera v príslušnej mene na obdobie t ,

n je počet jednotiek nakupovanej komodity,

σ je ročná volatilita spotovej ceny komodity S_s ,

N je distribučná funkcia normovaného normálneho rozdelenia.

Ako je vidieť, ide o upravený vzťah, ktorým bola zisťovaná cena komoditného forwardu. Veličinu S_t je možné stanoviť podobne ako pri komoditnom forwarde.

Druhou metódou na stanovenie reálnej ceny kúpenej kúpnej komoditnej opcie je vzťah:

$$C = N(d_1).n.S_s - \frac{N(d_2).n.S_x}{1 + r_{0,t} \frac{t}{360}}$$

kde:

$$d_1 = \frac{\ln \frac{S_t}{S_x} + \frac{\sigma^2}{2} \frac{t}{365}}{\sigma \sqrt{\frac{t}{365}}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{\frac{t}{365}}$$

Pri tejto metóde ide o rozdiel reálnej hodnoty nakúpených n jednotiek komodity so splatnosťou t a reálnej hodnoty prijatého vkladu v príslušnej mene so splatnosťou t . Neberieme do úvahy iné ako úrokové náklady.

Reálna cena predanej kúpnej komoditnej opcie sa dá určiť podobne, len so znamienkom mínus $(-C)$.

Nákup predajnej komoditnej opcie je možné určiť zo vzťahu:

$$P = \frac{[-N(-d_1) \cdot S_t + N(-d_2) \cdot S_x]n}{1 + r_{0,t} \frac{t}{360}}$$

kde d_1 a d_2 je rovnaké ako v predchádzajúcom prípade.

Druhou metódou možno určiť nákup tejto opcie podľa vzťahu:

$$P = -N(d_1) \cdot n \cdot S_s + \frac{N(d_2) \cdot n \cdot S_x}{1 + r_{0,t} \frac{t}{360}}$$

kde d_1 a d_2 je opäť zhodné ako v predchádzajúcom prípade.

Reálna cena predanej put komoditnej opcie sa dá určiť podobne, len so znamienkom mínus $(-P)$.

Pri porovnaní všetkých vyššie uvedených derivátov konštatujeme, že zohľadňujú špecifiká obchodovania s komoditami, ale zároveň predstavujú aj určité obmedzenia, nakoľko niektoré premenné kvôli využitiu exaktných metód pri odhadovaní cien sú zjednodušené.

3. ZÁVER

Celkovo možno konštatovať, že v teórii aj praxi existuje silná snaha exaktnými metódami podporiť určité trhové očakávania a následné rozhodnutia, čo platí aj v prípade obchodov s derivátmi na komodity. Samozrejme ide tu aj o snahu minimalizácie rizika v týchto kontraktoch, keďže investovanie na komoditných trhoch je vysoko rizikové a je určené len skúseným investorom. Platí tu niekoľko všeobecných zásad používania derivátov. Jedna z nich, možno prekvapivo, hovorí o používaní derivátov výlučne na zabezpečenie sa proti riziku, nie na špekuláciu. Ďalšia varuje pred používaním opcií na hedging, pretože prostredníctvom opcií nie je možné takmer nikdy dosiahnuť efektívne zabezpečenie sa proti strate.

V samotnom závere by sme ešte dodali, že úspech pri obchodovaní na komoditnom trhu nám nezabezpečí len výlučné spoliehanie sa na výpočty, pretože to môže urobiť každý obchodník

a dospeje k rovnakému výsledku i rozhodnutiu, ale zároveň aj dôkladná znalosť a vlastná analýza fundamentov trhu a komodity.

LITERATÚRA:

1. STEIGAUFG, S.: Investiční matematika. Praha : Grada Publishing, 1999, ISBN 80-7169-429-0.
2. JÍLEK, J.: Finanční a komoditní deriváty. Praha : Grada Publishing, 2004, ISBN 80-247-0342-4.
3. JÍLEK, J.: Finanční a komoditní deriváty v praxi. Praha : Grada Publishing, 2005, ISBN 80-247-199-4.

AUTOR

Ing. Darina Vološinová
Ekonomická univerzita v Bratislave
Podnikovohospodárska fakulta v Košiciach
Katedra ekonómie
Tajovského 13, 041 30 Košice
volosinova@euke.sk

Hlavní partneři fakulty:



**Masarykova univerzita
Ekonomicko-správní fakulta**

Nové obchodovatelné komodity a jejich využití

**sborník příspěvků ze
7. mezinárodní vědecké konference**

Editor: Mgr. Petr Červinek, Prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc., Ing. Jan Krajíček

Ediční rada: L. Bauer, L. Blažek, H. Hušková, F. Kalouda, M. Kvizda,
L. Lukášová, R. Lukášová, J. Nekuda, J. Rektorič (předseda),
A. Slaný, J. Šedová, V. Žitek

Vydala Masarykova univerzita roku 2007

1. vydání, 2007, náklad 70 výtisků

Tisk: Olprint, Jaroslav Olejko, Brněnská 252/29, 664 51 Šlapanice

55-956B-2007 02/58 12/ESF

ISBN 978-80-210-4432-6