

Situaci, v níž figuruje klimatická změna, posoudila Sternova analýza diametrálně jinak. Budou-li se používat tržní diskontní sazby, v podstatě se tím podle něj říká, že životy budoucích generací by pro nás měly mít nižší hodnotu než životy naše a našich současníků. Americký Úřad pro řízení a rozpočet při hodnocení vládních projektů infrastruktury navrhuje, aby vládní agentury při svých analýzách budoucích přínosů takových investic používaly tržní diskontní sazbu až 7 procent. Z uplatnění takové sazby plyne, že pokud přínosy z investice začnou plynout za deset let, pak musí být nominálně dvakrát vyšší než její současné náklady, a pokud až za sto let, pak budou muset být 868krát vyšší než dnešní náklady. Ve snaze vyhnout se logice realistické finanční matematiky Stern prostě zvolil nižší diskontní sazbu, která upřednostňuje blahobyt budoucích generací. Bylo by to ovšem na úkor generací dnešních a bezprostředně následujících, jak upozorňují kritici zprávy, především přední klimatický ekonom a laureát Nobelovy ceny za ekonomii William Nordhaus).

Vydání Stern Review vyvolalo mezi ekonomy prudké diskuse o volbě nestandardně nízké diskontní sazby, obecné závěry zprávy jsou ale dnes alespoň některými z nich přijímány. Ekonomové začali s vládami spolupracovat na podobě programů na snižování emisí – a tyto emise nyní ve většině vyspělých zemí klesají. Ústředním problémem jsou skleníkové emise Číny, která se podílí na třetině jejich globálního objemu a její příspěvek v posledních letech neustále narůstá. Pro řešení tohoto „největšího selhání trhu v historii“ bude nejdůležitější přimět ke snižování emisí právě nízkopříjmové země v čele s Čínou a Indií.

Trhy ale až tak často neselhávají a je užitečné vyčíslit hodnotu vytvořenou prostým obchodním aktem. Náš raní šálek kávy v kavárně stojí s největší pravděpodobností



Obr. 42: Kyle MacDonald se svou první a svou poslední zobchodovanou věcí.

méně, než je maximální částka, kterou bychom za něj byli ochotni zaplatit – takovému rozdílu říkáme „spotřebitelský přebytek“. Podobně kavárně za něj nejspíše zaplatíme více než minimální cenu, kterou by byla ještě ochotna akceptovat – tento rozdíl nazýváme „přebytek výrobce“.

V roce 2005 kanadský bloger Kyle MacDonald princip ekonomického přebytku jako důsledku obchodování názorně ilustroval tím, jak se proobchodoval od červené kancelářské sponky až k vlastnímu domu. Nejprve vyměnil svou sponku za dřevěné pero ve tvaru ryby. Pero pak vyměnil za ručně vyřezávanou kulatou kliku od dveří. Tu následně vyměnil za kempinkový vaříč. Tak to šlo dál až po čtrnáctý a poslední obchod, k němuž se Kyle – nyní již jako mediálně proslulá „celebrita“ – dostal po řadě transakcí. Obchodoval v nich vše možné, od sněžného pluhu přes dohody o účasti na různých akcích, autododávku a smlouvu na odpolední setkání s Alicem Cooperem až ke zdánlivě bezcennému sněžitku kapely Kiss.

Tuto tretku ovšem s režisérem a velkým sběratelem sněžítek Corbinem Bernsenem vyměnil za roli v jeho filmu a přes ni se – díky mediálně vyvolanému zájmu západokanadských městeček – dostal až k venkovskému dvoupodlažnímu domku v Saskatchewanu. MacDonald v každém kroku oceňoval novou položku výše než tu předešlou – vždy ji ale zobchodoval s někým, kdo si jeho věci cenil více než své protihodnoty. Shrnutí: Kyle se od sponky dopracoval až k domu – a udělal to prostřednictvím 14 obchodních transakcí, z nichž každá byla výhodná pro obě strany.

MacDonald nebyl jediný, kdo se tehdy toužil dostat k vlastnímu bydlení. V roce 2005 se americká ekonomika oživila z krátké technologické krize, mezitím ale pokračovala stále silnější konjunktura na trhu nemovitostí k bydlení. Byla to doba, kdy ceny bydlení rostly v celém vyspělém světě. Středněpříjmový pár se dvěma dětmi zaplatil v roce 1995 za byt v hlavním městě své země o ploše 60 čtverečních metrů v průměru své příjmy za sedm let. Do roku 2005 cena téhož bytu vzrostla na ekvivalent příjmu za deset let.⁴

Zvláště strmý byl vzestup cen bydlení ve Spojených státech. V roce 2007 ekonom Robert Shiller vzal svou statistiku cen bydlení v USA za poslední století a vložil tato data do webového simulátoru horské dráhy.⁵ Simulátor diváky vozil nahoru a dolů a těsně před koncem je vynesl prudce vzhůru. Na konci diváci viděli, že jsou výše, než kdy byli, před nimi už ale byl jen strmý pád.

Zatímco ceny rostly, úvěrové standardy se prudce snižovaly. Jeden sběrač jahod s příjmem 14 000 dolarů ročně a bez znalosti angličtiny dostal v kalifornském Bakersfieldu celý úvěr na dům za 720 000 dolarů.⁶ Podobné hypoteční úvěry (takzvané NINJA – no income, no job, no assets – bez příjmu, bez práce a bez majetku), se dávaly s předpokladem, že

ceny bydlení budou dál růst, což dlužníkům umožní úvěry refinancovat. U hypotečních bank a firem procházely tyto úvěry „sekuritizací“ – sestavovaly se do balíčků, které se pak prodávaly investorům. Teoreticky to mělo rozprostrít rizika a umožnit rychlejší růst hypotečního trhu. Problém byl v tom, že to změnilo ekonomické pobídky k poskytování hypoték. Tradičně to bylo tak, že banky lidem půjčovaly na koupi bydlení, a pokud klienti nedokázali splácet, banky většinou přicházely o peníze, protože se zastavenými domy a byty měly další náklady, nebo jejich ceny dokonce klesly. S nástupem sekuritizace už banky toto riziko podstupovat nemusely, což je motivovalo k tomu, aby dávaly až příliš mnoho úvěrů těm, kdo si je už od začátku nemohli dovolit splácet.

Jednou z finančních společností, které shromažďovaly rizikové „subprime“ hypotéky a organizovaly je do snadno prodejných cenných papírů zajištěných hypotékami, byla investiční banka Goldman Sachs. Investoři, kteří takové cenné papíry koupili, vlastnili jen malý dílek z těchto hypotečních balíčků. To jim sice výrazně snižovalo investiční riziko v případě, že by své hypotéky přestalo splácet několik málo rizikových dlužníků, stále však byli ohroženi ztrátami, kdyby se propadl celý trh bydlení. Goldman Sachs tyto produkty nabízela široké klientele a mezi jejich kupujícími byly třeba i penzijní fondy. Jeden z obchodníků banky se chlubil, že prodává rizikové hypotéky „vdovám a sirotkům“. Goldman Sachs mezitím začala sázet na to, že trh bydlení začne klesat, a pustila se do „shortování“ – obchodů „nakrátko“, spekulujících na brzký pokles cen. Banka později uvedla, že své sázky proti produktům, které prodávala zákazníkům, nijak neutajovala.

Během krachu celého amerického trhu rezidenčních nemovitostí se průměrná hodnota těchto realit propadla

Rozdíly v odměňování mužů a žen

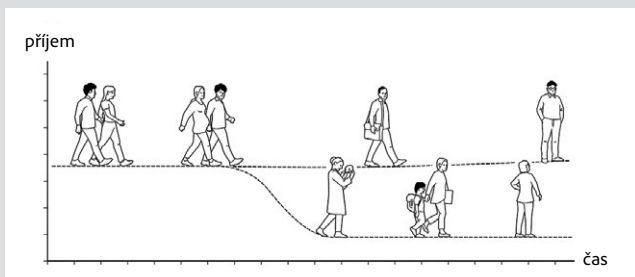
Hodinové mzdy žen jsou dnes v celosvětovém průměru o 20 procent nižší než výdělky mužů.⁷ To je značný rozdíl, třebaže se časem výrazně snižuje. Po roce 1960 byl rozdíl v platech mužů a žen dvakrát větší než dnes.⁸ V období od 14. do počátku 19. století v Evropě byl tento rozdíl ještě vyšší a ženy často vydělávaly jen polovinu toho, co muži.⁹

Jak vysvětlit tento rozdíl? Z historického pohledu hrálo významnou roli dosažené vzdělání, které ženy měly nižší než muži. To už neplatí – ve většině zemí mají ženy v průměru vyšší vzdělání než muži. Významným faktorem je ale i charakter zaměstnání, v němž muži a ženy pracují. V odvětvích pečovatelských a sociálních služeb, kde bývají výdělky nižší, dominují ženy. Muži naopak převládají v technických a počítačových oborech s nadprůměrnými mzdami.

V minulosti ekonomové většinou zastávali názor, že muži a ženy si svá povolání volí svobodně. Nedávný výzkum však tento pohled zpochybnil. Víme kupříkladu, že ženy bývají v práci častějším terčem sexuálního obtěžování, což je může od určitých povolání odrazovat. Jestliže v technických oborech bývá míra tohoto obtěžování vyšší, pak to může působit na rozšíření rozdílu v platech mužů a žen, protože ženy se takovým profesím budou spíše vyhýbat.

Dalším faktorem je diskriminace. Ženy bývají v zaměstnání diskriminovány více, i když za poslední století se úroveň této diskriminace snížila. Jedna studie u transgenderových mužů a žen zjistila, že mužům, z nichž se staly ženy, mzdy spíše klesnou, zatímco u žen přeměněných na muže to bývá naopak.¹⁰

Zřejmě nejvýznamnějším příspěvkem k rozdílu v platech mezi pohlavími je v moderní době „pokuta za mateřství“. Trajektorie výdělků bezdětných mužů a žen se v mnoha zemích nijak dramaticky neliší. U těch, kdo mají děti, však ženy obvykle tráví mimo práci více času než muži. Když mají ženy děti, jejich výdělky obvykle klesnou nebo stagnují. Není to jen tím, že matky častěji pracují na částečný úvazek, ale i proto, že se mohou ocitat na výdělečně méně atraktivní profesní dráze, zvané někdy „mommy



Obr. 43: Claudia Goldinová získala v roce 2023 Nobelovu cenu za ekonomii za „prohloubení znalostí o uplatnění žen na trhu práce“. Královská švédská akademie věd své oznámení doprovodila obrázkem ilustrujícím zjištění Goldinové o roli rodičovství v rozdílech mezd mezi ženami a muži.

track“ (mamčina dráha). Kvůli menším zkušenostem se pak ženám platí méně než mužům.

Tento rozdíl ve výdělcích je zvláště veliký na místech, která Claudia Goldinová nazývá „greedy jobs“ – vysoce výdělečné pracovní pozice.¹¹ V mnoha zemích mají ženy mnohem menší zastoupení v časově náročných pozicích typu ředitelů korporací, partnerů v právnických firmách, politiků nebo chirurgů. V zaměstnáních, v nichž je obtížné spojit profesní kariéru s potřebami rodiny, bývají rozdíly mezi výdělky mužů a žen nejvyšší. Vyšší rozdíly jsou také v zemích s horším přístupem k péči o děti v pracovní době. Jedním z důsledků pokuty za mateřství je to, že rozdíl v platech mužů a žen bývá mnohem vyšší, pokud jej měříme z pohledu celoživotních výdělků, nikoli z hlediska hodinových mezd. I ve vyspělých zemích jsou průměrné celoživotní výdělky matek zhruba na polovině výdělků mužů – na podobné úrovni, na níž byl rozdíl mezi jejich hodinovými mzdami před pěti stoletími.¹²

o zhruba jednu pětinu. Do roku 2008 se každý desátý držitel hypotéky dostal do záporné hodnoty jmění, což znamená, že hodnota jeho obydlí klesla pod částku, kterou ještě dlužil na hypotéce. Miliony dlužníků přestaly splácet své půjčky

a ztratily své domy. Goldman Sachs však z krachu trhu vyšla beze škod. V roce 2009 měla banka zisk 13 miliard dolarů a zaměstnancům vyplatila na prémiech miliardy dolarů. Generální ředitel banky Lloyd Blankfein dostal bonus 9 milionů dolarů.

Finanční krize let 2008–2009 bývá často přirovnávána k detektivnímu románu *Vražda v Orient expresu* od Agathy Christie, v němž jsou vrahy všichni. Svůj díl viny za krach měli chamtiví bankéři, neschopné ratingové agentury, důvěřiví kupující i laxní vládní orgány. V reakci na krizi se sice skupina dvacítky nejbohatších zemí světa G20 dohodla na koordinaci rozpočtové stimulace na podporu ekonomik, mnohé země však utrpěly dlouhodobější škody. V USA míra nezaměstnanosti mezi černošskou populací vzrostla nad 10 procent a zůstala tam více než šest let, zatímco nezaměstnanost mezi bělochy dvouciferných čísel nikdy nedosáhla.¹³ Něco podobného se obvykle děje během hospodářských recesí v řadě zemí. Vzdělání a majetek slouží jako tlumiče nárazů, díky nimž jsou tito lidé krizemi méně zranitelní a rozkolísanost trhů je tíživá zejména pro ty znevýhodněné.

Ekonomové také stále více upozorňují na to, jak v rozvoji mladých tržních ekonomik brání fenomén korupce. V roce 2009 malajsijský premiér Najib Razak založil státní fond rozvoje 1Malaysia Development Berhad (1MDB), přes nějž pak vyváděl stamiliony dolarů veřejných peněz do politických kampaní své strany a na luxusní nákupy pro sebe a své společníky. Podnikatel Jho Low, klíčová figura celého podvodného plánu, koupil v Londýně, New Yorku a Los Angeles drahé rezidenční reality, soukromý tryskáč Bombardier Global 5000 za 35 milionů dolarů a za 8 milionů dolarů šperky pro svou tehdejší přítelkyni, topmodelku Mirandu Kerrovou, a zorganizoval několikadenní novoroční

oslavu s charterovými lety mezi Sydney a Las Vegas. Peníze vytunelované z IMDB byly dokonce použity k financování filmu *Vlk z Wall Street* o podvodném finančním obchodníkovi a jeho přepychovém stylu života. V jednu dobu se říkalo, že Low má k dispozici více hotovosti než kdokoli jiný na světě.

Ekonomické zkoumání korupce ukázalo různé způsoby, jak může mařit rozvoj. Podvody a krádeže indonéského prezidenta Suharta, zairského vládcu Mobutua a filipínského prezidenta Marcosa brzdily v jejich zemích hospodářský růst a zvyšovaly nerovnost. Veřejné peníze zneužité na koupi paláců, luxusních automobilů a jachet už nemohou být investovány do vládních programů zdravotnictví a školství. V podnikatelské sféře korupce zvyšuje ceny, omezuje inovace a podkopává morálku státních úředníků. Korupce vzkvétá tam, kde se ekonomická moc spojuje mimo zraky veřejnosti s úplatnou mocí státní. Jeden z výzkumníků shrnul faktory korupce do rovnice: „Korupce rovná se monopol plus vládní svévole minus nutnost zodpovídat se.“¹⁴

Ekonomové s politiky se v poslední době stále více zaměřují na to, jak korupci pomáhají daňové ráje. Tunelování IMDB umožnily bankovní účty založené na Britských Panenských ostrovech. Úniky finančních dokumentů jako Panama Papers, Pandora Papers nebo Lux Leaks odhalily, že daňových rájů využívají vedle velmi bohatých lidí i drogové kartely, diktátoři a ti, kdo perou špinavé peníze. Podle jednoho odhadu je 80 % peněz na takových účtech uloženo v rozporu s daňovými zákony jiných zemí.¹⁵ Ekonomické výzkumy tohoto problému přispěly ke zvýšení tlaku na to, aby daňové ráje sdílely finanční informace s daňovými úřady po celém světě.

Program Tax Inspectors Without Borders (Daňoví inspektoři bez hranic) poskytuje nízkopříjmovým zemím odbornou pomoc, která jim umožňuje provádět důkladné

daňové audity – některým zemím to na daňových příjmech vyneslo stonásobek toho, co práce auditorů stála. Dalším užitečným přístupem je koncept „nelegitimního dluhu“, v jehož rámci mezinárodní společenství považuje peníze zapůjčené despotům nikoli za legitimní dluh vlády, ale pouze za osobní půjčku.¹⁶ Záměrem je změnit motivaci poskytovatelů úvěrů. Pokud banka ví, že úvěr daný autokratovi na nákup zbraní bude neplatný a nevymahatelný ve chvíli, kdy se daná země autokrata zbaví, pak si dvakrát rozmyslí, zda mu vůbec takový úvěr poskytne. To pak může přispět k odstavení diktátorů od financování.

V době, kdy se po finanční krizi oživil ekonomický růst, mezi ekonomy i veřejností stále více rostlo přesvědčení, že kapitáni světových financí často lžou. Jeden z výzkumů sledoval 43 amerických společností, jejichž profily sestavili počátkem 80. let Tom Peters a Robert Waterman v knize *Hledání dokonalosti. Zkušenosti z činnosti nejlépe prosperujících amerických společností*. Ukázalo se ale, že už za dva roky po vydání knihy se téměř třetina těchto firem ocitla ve vážných finančních potížích.¹⁷ Ani nejlivnější tehdejší knize o světě podnikání [záhy se jí prodalo k 5 milionům výtisků, později vyšla česky dokonce dvakrát] se nepodařilo identifikovat ty skutečně úspěšné společnosti.

Otázku výkonnosti akciových fondů ilustruje malý experiment, při němž šestiletá šimpanzí samice Raven házela šipky na seznam akcií a tímto „výběrem portfolia“ překonala výnos 99 procent profesionálních obchodníků z Wall Street.¹⁸ Pro správce fondů je stěžejním tématem především otázka, zda dokážou překonat průměrný výkon akciového trhu čili index. Podle nedávné zprávy zaostalo za indexem během jednoho průměrného roku plných 65 procent aktivně řízených amerických akciových fondů.¹⁹ Jinak řečeno, za

jeden typický rok rostl výnos aktivně řízených fondů méně než průměr trhu. Za období pěti let podíl správců fondů horších než průměr vzrůstá na 88 procent a v desetiletém období to je už 92 procent fondů.

Nejde tady přirozeně o to, že by správci fondů byli hloupi, ale o to, že – jak předvídá ekonomická teorie – překonat výkon indexu je hodně obtížné. Při rozhodování, zda koupit, nebo prodat, zkoumají akcioví analytici každou drobnou informaci o dané firmě, aby zjistili, jak si vedou její produkty, jak pracuje její vedení a jaká je situace na jejím trhu. Analytici používají dokonce i snímky ze satelitů k počítání aut na parkovištích, aby odhadli maloobchodní poptávku, a studují dlouhodobé předpovědi počasí, aby předpověděli výnosy plodin. Algoritmické modely obchodování jsou naprogramovány i na zjišťování drobných cenových rozdílů na trzích a k jejich využití na arbitráž během několika milisekund.

Základní poučkou akciového trhu je teorie efektivních trhů – cena akcie podle ní v každé chvíli odráží všechny veřejně dostupné informace. Jelikož „insider trading“ – obchodování na základě veřejně nedostupných informací jen pro zasvěcence – je nelegální, plyne z toho, že ani těm nejaktivněji spravovaným fondům a ani většině „day traderů“, kteří pomocí počítačů využívají krátkodobá kolísání v rámci dne, by se nemělo dařit systematicky překonávat průměrný výkon akciového trhu. Jak ekonomové rádi říkají, najít na ulici dvacetidolarovku se podaří jen zřídkakdy, protože většinou ji už někdo našel dřív.

Oblíbenou alternativou k aktivně spravovaným fondům jsou fondy indexové. Indexový fond je složen jednoduše z akcií firem, které jsou součástí určitého akciového indexu v poměru k jejich váze v indexu. Kupříkladu širší index

newyorské burzy S&P 500 zahrnuje zhruba 7 procent akcií společnosti Apple, 1 procento akcií Chevronu, 0,1 procenta firmy FedEx a poměrný podíl dalších 497 společností v tomto indexu. Výnosy indexových fondů by měly odpovídat výkonu akciového indexu, z jehož akcií je fond složen, minus poplatků za správu. Jelikož sledovat index je celkem triviální, mohou si indexové fondy účtovat mnohem nižší poplatky za správu než aktivně spravované fondy, které platí svým analytikům za výběr a načasování nákupů a prodejů akcií.

Když Jack Bogle, zakladatel investiční firmy Vanguard, v roce 1975 založil jeden z prvních indexových fondů pro individuální investory, kritici se mu vysmívali a označovali to za „Bogleovo bláznovství“. Do počátku druhé dekády našeho století se však indexové fondy staly na trhu akcií obrovskou silou. Podle jednoho z odhadů tyto pasivně spravované fondy měly v roce 2011 pod kontrolou pětinu amerického akciového trhu (a během dalších deseti let jejich podíl vzrostl na dvě pětiny).²⁰ Jeden z velké trojky těchto fondů – Vanguard, BlackRock a State Street – bývá vždy největším investorem v devíti desetinách firem indexu S&P 500.²¹

Ekonomové se shodnou málokdy, ale podle jednoho průzkumu se mezi více než čtyřiceti předními ekonomy (včetně několika laureátů Nobelovy ceny) nenašel nikdo, kdo by popíral, že investoři mají z vkladů do indexových fondů vyšší výnosy než do jiných investičních nástrojů.²² Indexové fondy chválí dokonce i proslulý investor Warren Buffett, který je sice aktivním investorem, domnívá se ale, že většina lidí udělá lépe, když vloží peníze do nízkonákladových indexových fondů. „Pokud bude kdy vztyčena socha na památku toho, kdo udělal pro americké investory nejvíce,“ napsal Buffett v roce 2017 v každoročním dopise akcionářům své společnosti, „jednoznačnou volbou by měl být Jack Bogle.“