

Úloha zlata v měnovém systému u nás i ve světě

Petr Král

ředitel sekce měnové
ČNB

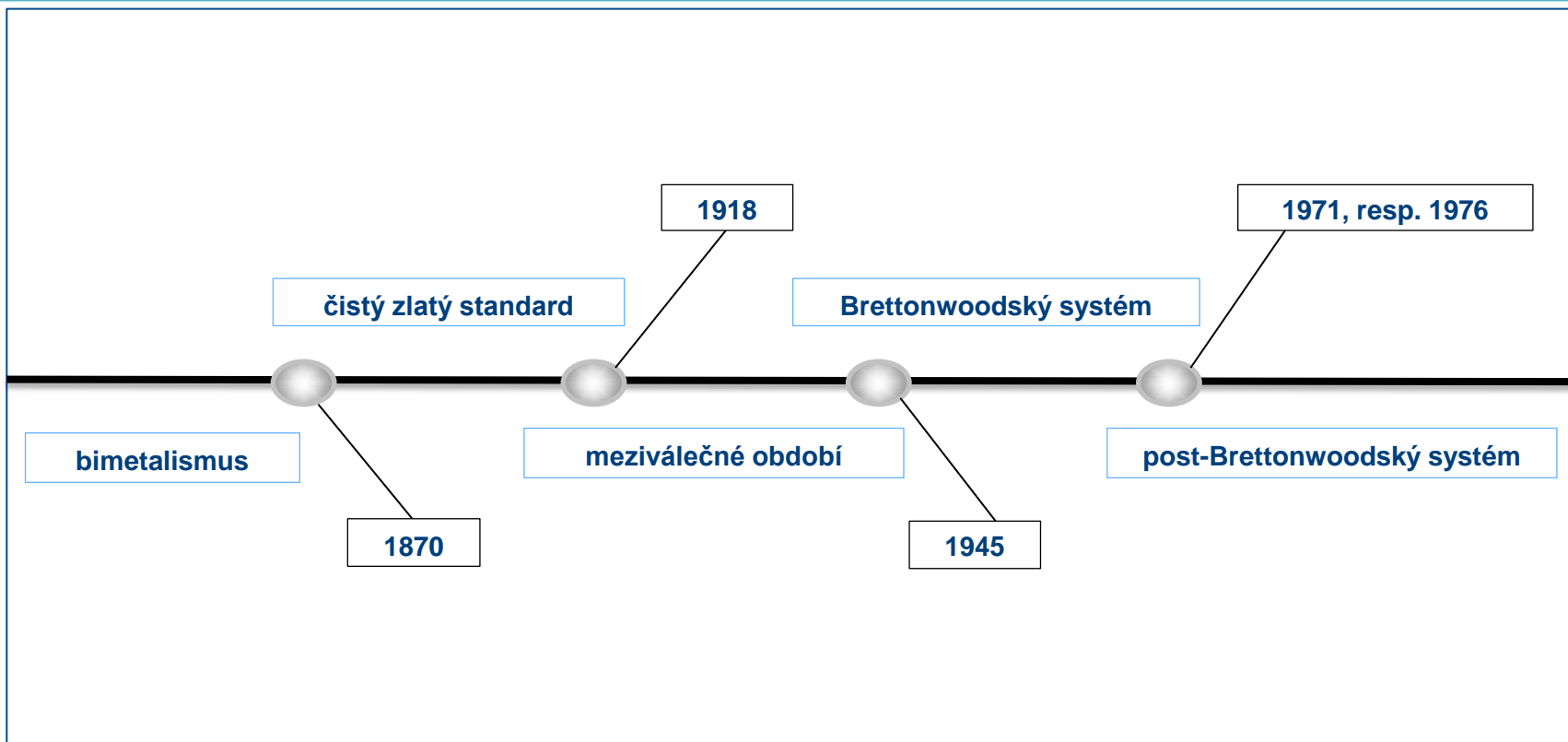
Podvýbor rozpočtového výboru pro bankovníctví,
pojišťovnictví a finanční trhy

6. prosince 2018, Praha

- Peníze jsou (nebo by měly být) něčím kryté, nejlépe zlatem.
- Objem peněz v ekonomice kontroluje (nebo by měla kontrolovat) centrální banka.
- Měnová politika má vytvářet hlavně stabilní prostředí (koneckonců Milton Friedman doporučoval stabilní tempo růstu peněžní zásoby), takže by neměla příliš hýbat s úrokovými sazbami, a už vůbec by neměla používat nějaké nekonvenční nástroje.
- Centrální banky od začátku krize „natiskly spoustu peněz“, které nyní v ekonomice obíhají a vyvolávají inflaci (nebo ji vyvolají v budoucnu).
- Či naopak: banky mají u ČNB uloženu hromadu peněz, místo aby je rozpůjčovaly do ekonomiky.

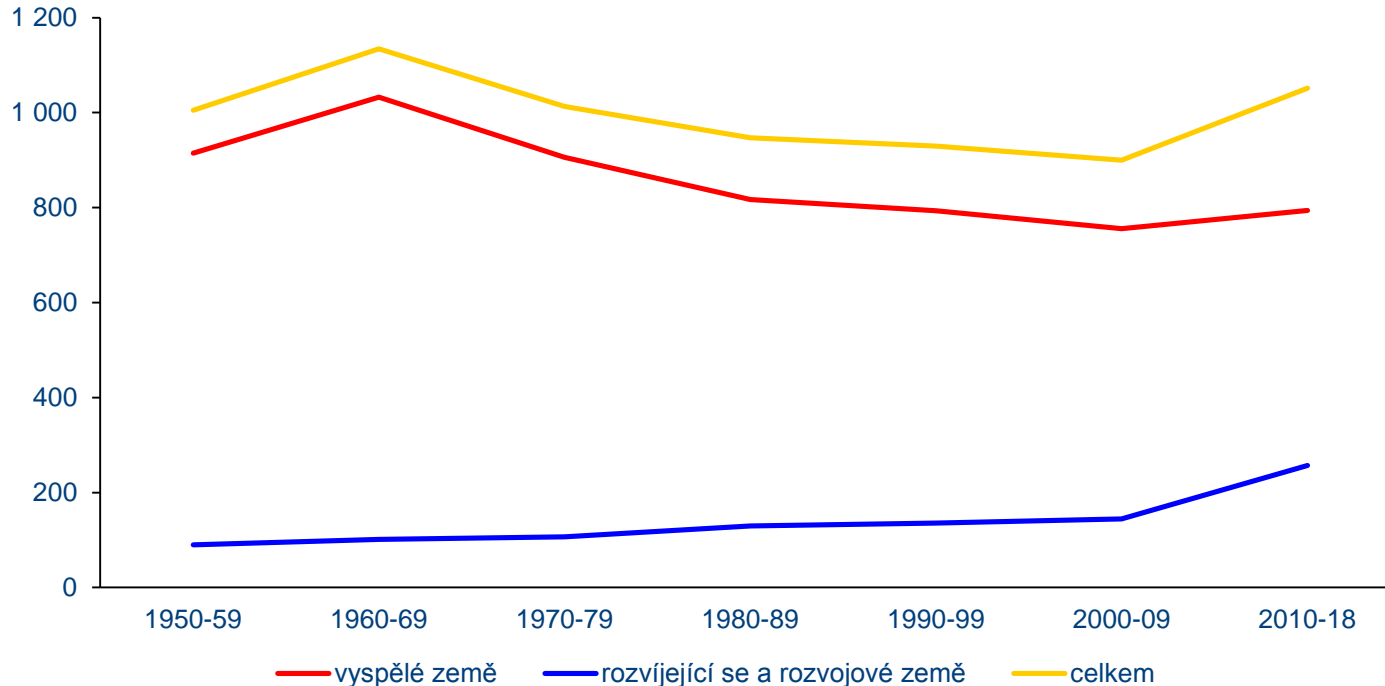


- „Bankovky jsou kryté zlatem a ostatními aktivy SBČS“.
- Z účetního hlediska je tento výrok pravdivý, protože oběživo je formálně pasivem centrální banky, proti kterému vždy stojí její aktiva (vč. zlata, jehož podíl je však malý).
- Ekonomicky však výrok smysl nedává, protože bankovky a mince nelze v ČNB směnit za nic jiného než za jiné bankovky či mince (v případě bank i za jejich korunové vklady v ČNB).



- Zlato je součástí devizových rezerv CB od jejich vzniku a rychle se (zpočátku se stříbrem) stalo základem mezinárodního měnového systému;
- Od roku 1971 však již v mezinárodním měnovém systému nesehrává zásadní roli, měny nejsou kryty zlatem (ani jiným drahým kovem) a zlato je pouze doplňkem rezerv CB.

Vývoj zlata v centrálních bankách vyspělých a rozvíjejících se a rozvojových zemí (v mil. trojských uncí)

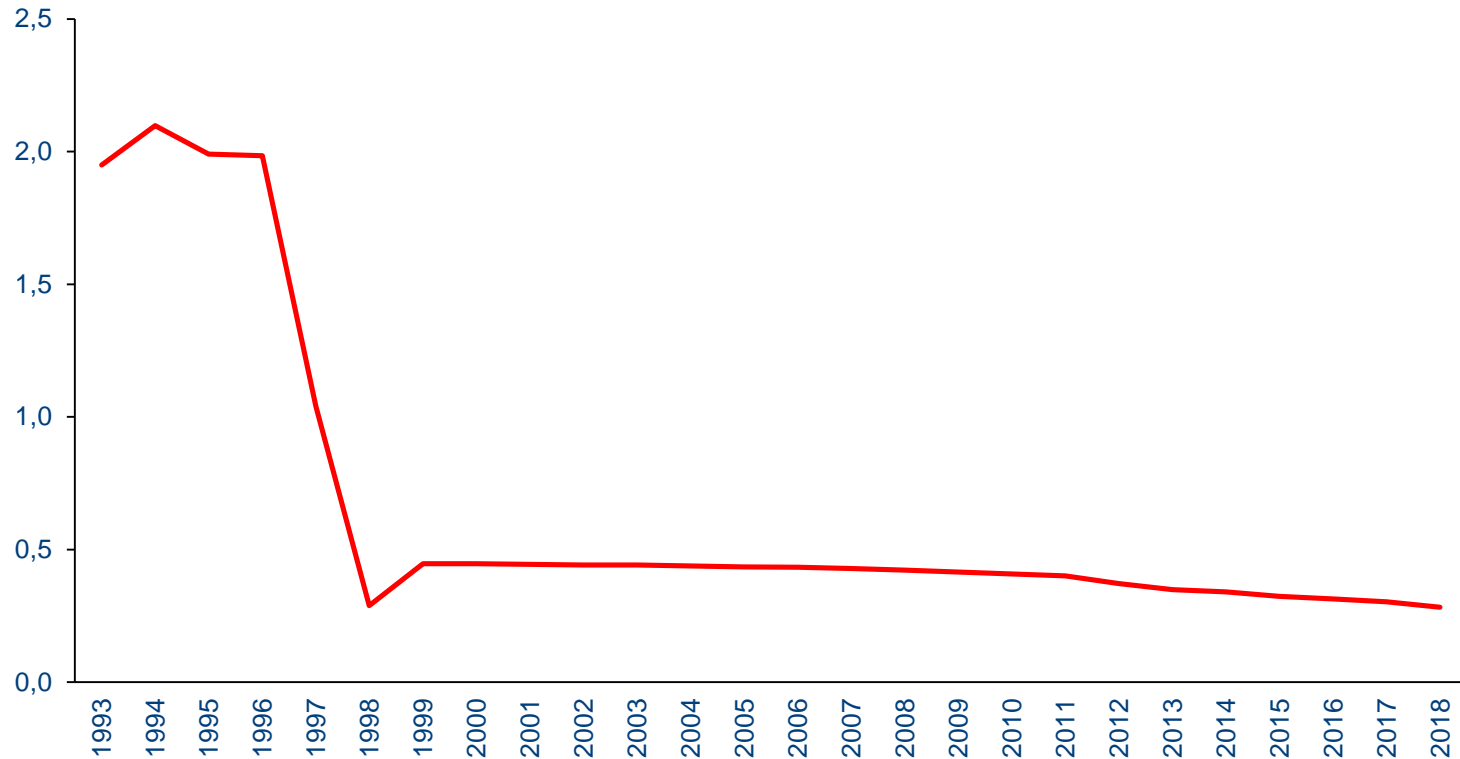


Zdroj: International Financial Statistics; Thomson DataStream

- Do roku 2009 byly centrální banky čistými prodejci zlata;
- Poté se ale z centrálních bank staly čistí nakupující zlata, když centrální banky rozvíjejících se a rozvojových zemí zvýšily nákupy zlata a k navyšování zlatých zásob přistoupily také centrální banky zemí vyspělých.

- Poptávka centrálních bank po zlatě tvoří aktuálně zhruba čtvrtinu celkové poptávky po zlatě;
- Nejvíce nakupují zlato do svých zásob centrální banky Ruska, Číny, Kazachstánu a Turecka;
 - Rusko navyšuje pravidelně (téměř každý měsíc) své zlaté rezervy již od roku 2006, jeho snahou je de-dolarizace ruské ekonomiky;
 - Rusko má aktuálně šesté nejvyšší zásoby zlata, Čína sedmé;
- V posledních měsících začaly nakupovat zlato také centrální banky dalších zemí, např. Polsko, Maďarsko, Indie nebo Mongolsko;
- Naopak v nedávné době zlato prodávaly centrální banky Německa, České republiky, Argentiny a Maroka.

Vývoj zlata v rezervách ČNB (v mil. trojských uncí)



Zdroj: ARAD; International Financial Statistics

- ČNB není tzv. zlatou bankou, i proto nedežní velké množství zlata;
- ČNB zlato ze svých zásob využívá na emisi pamětních mincí.

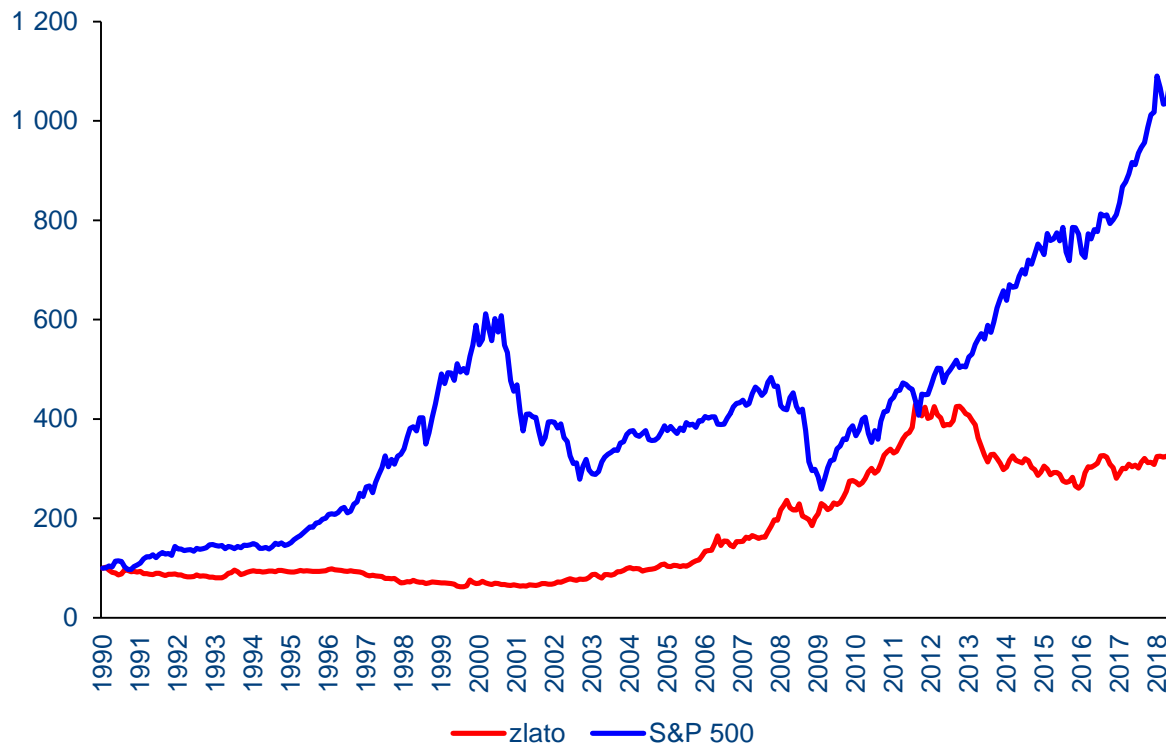
Země	Zlato v tunách	Zlato v % rezerv	Inflace v %
Rusko	2 036,2	16,9	3,4
Čína	1 842,6	2,2	2,5
Indie	579,9	5,5	3,7
Kazachstán	335,1	42,5	6,1
Libanon	286,8	19,5	6,5
Turecko	258,6	13,4	24,5
Venezuela	161,2	76,1	488 865,0
Řecko	113,1	60,3	1,1
Egypt	77,5	6,8	16,0
Pákistán	64,6	19,3	5,1
Bělorusko	46,8	24,7	5,6
Slovensko	31,7	25,3	2,7
Tádžikistán	19,7	59,9	5,0
Ekvádor	11,8	16,5	0,2
ČR	8,8	0,2	2,3
Ázerbájdžán	0,0	0,0	2,6
Kanada	0,0	0,0	2,2

Zdroj: International Financial Statistics; World Gold Council; Thomson DataStream

Pozn.: údaje jsou ke konci září 2018

- Mezi držbou zlata centrální bankou a cenovou stabilitou neexistuje v moderním měnové režimu naprosto žádný vztah (viz extrémní příklad Venezuely).

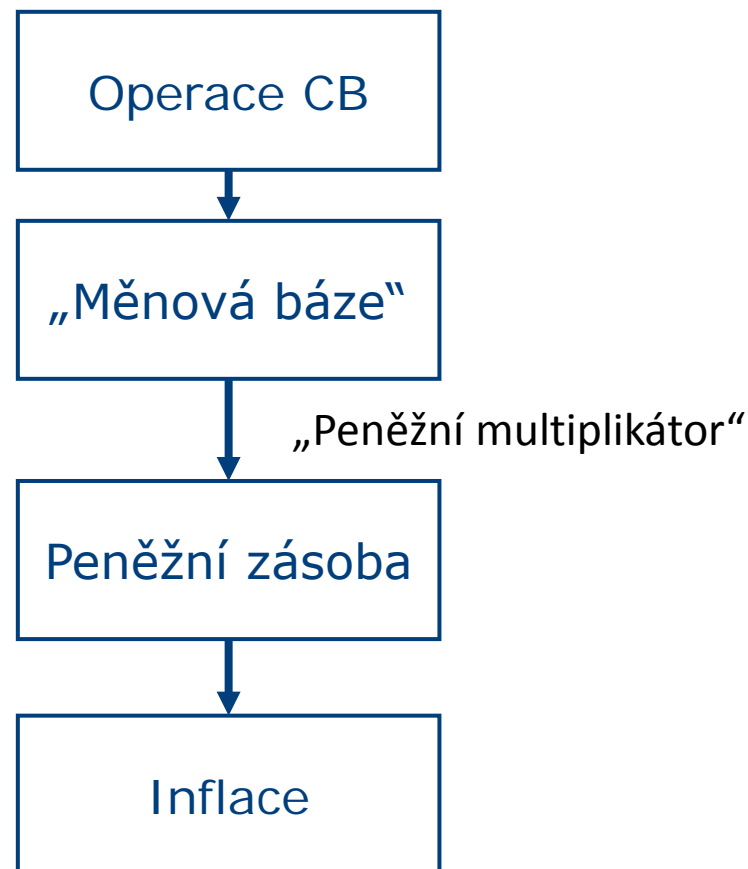
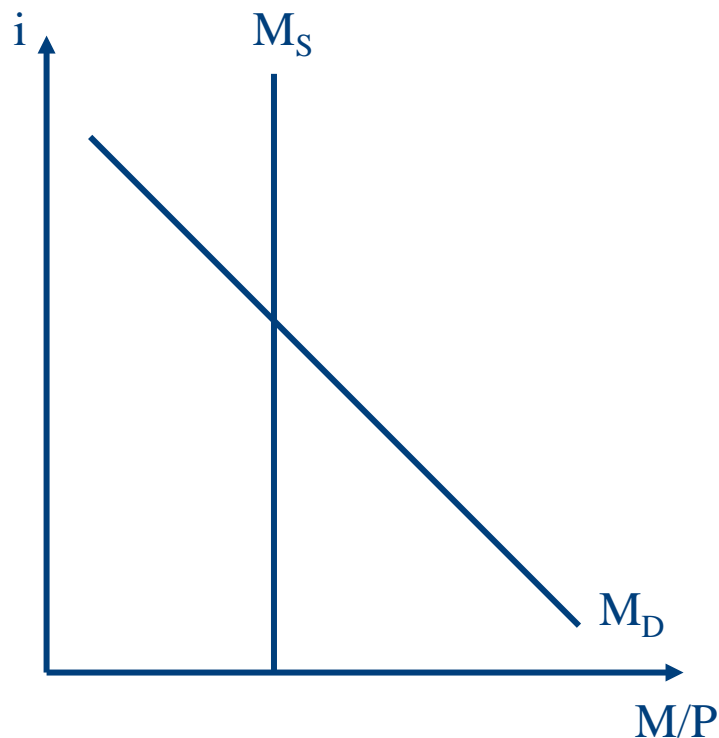
Vývoj USD hodnoty investice do zlata a akcií relativně
(2.1.1990=100)



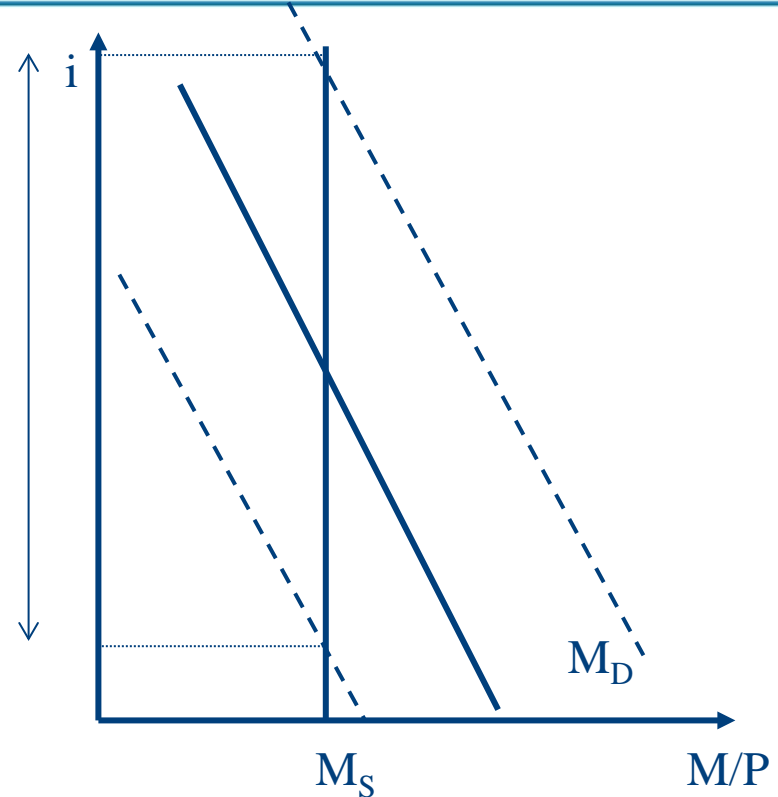
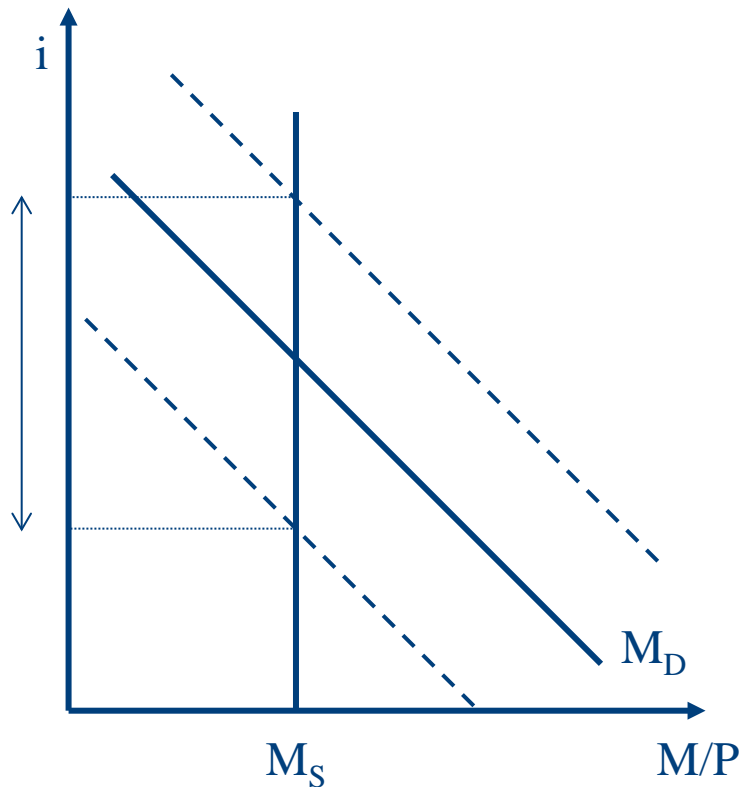
Zdroj: Thomson DataStream; Bloomberg

- Mýtem je i obecně rozšířené přesvědčení, že zlato je dlouhodobě bezpečná a výnosná investice.

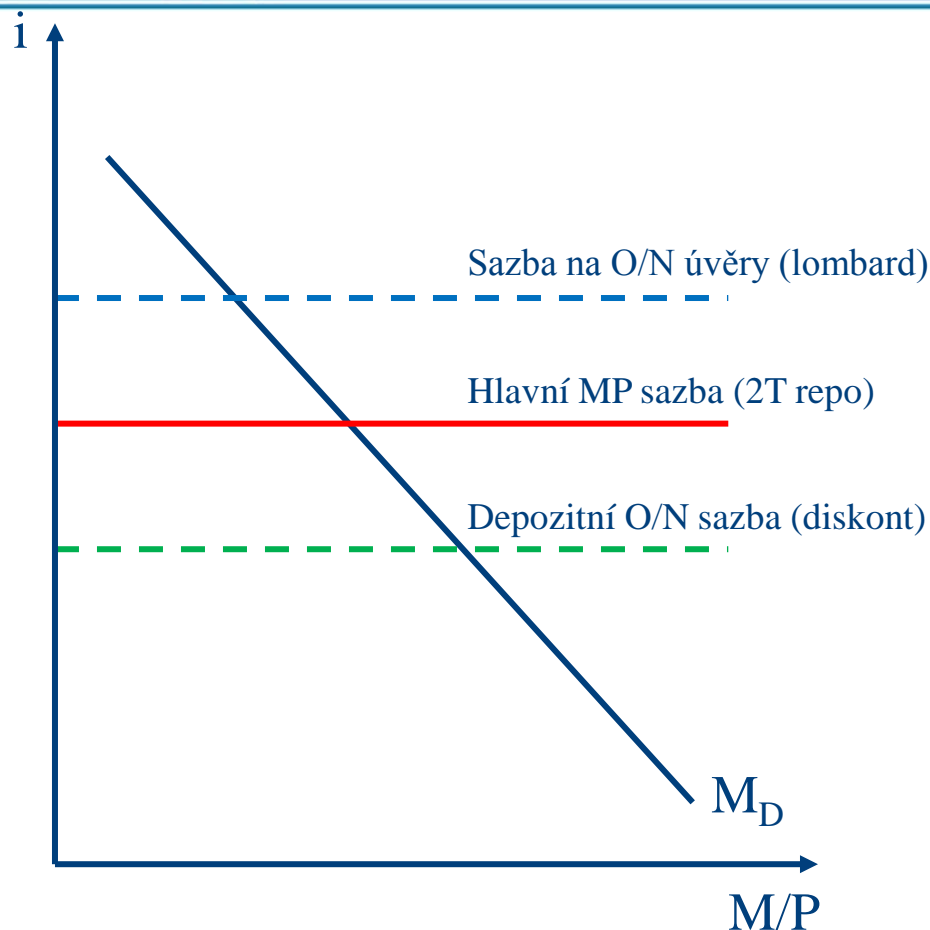
- Po roce 2009 se začaly hlasitěji ozývat zastánci zlatého standardu – metalisté – s požadavkem na obnovení zlatého krytí;
 - Snahu o podložení měny zlatem vyhlásily i některé země, např. Rusko nebo Čína;
- Výše zlatých zásob centrálních bank však není dostatečně velká a ke krytí měn by nestačilo ani veškeré kdy vytěžené zlato;
 - Např. Revenda (2018) uvádí, že dosud vytěžené zlato by nepokrylo ani potřebu Spojených států (ke krytí měnového agregátu M2);
- Nelze ani říct, že by mezinárodní měnový systém fungoval v dobách zlatého standardu lépe;
 - Krize ani inflace se nevyhýbaly ani zlatému standardu.



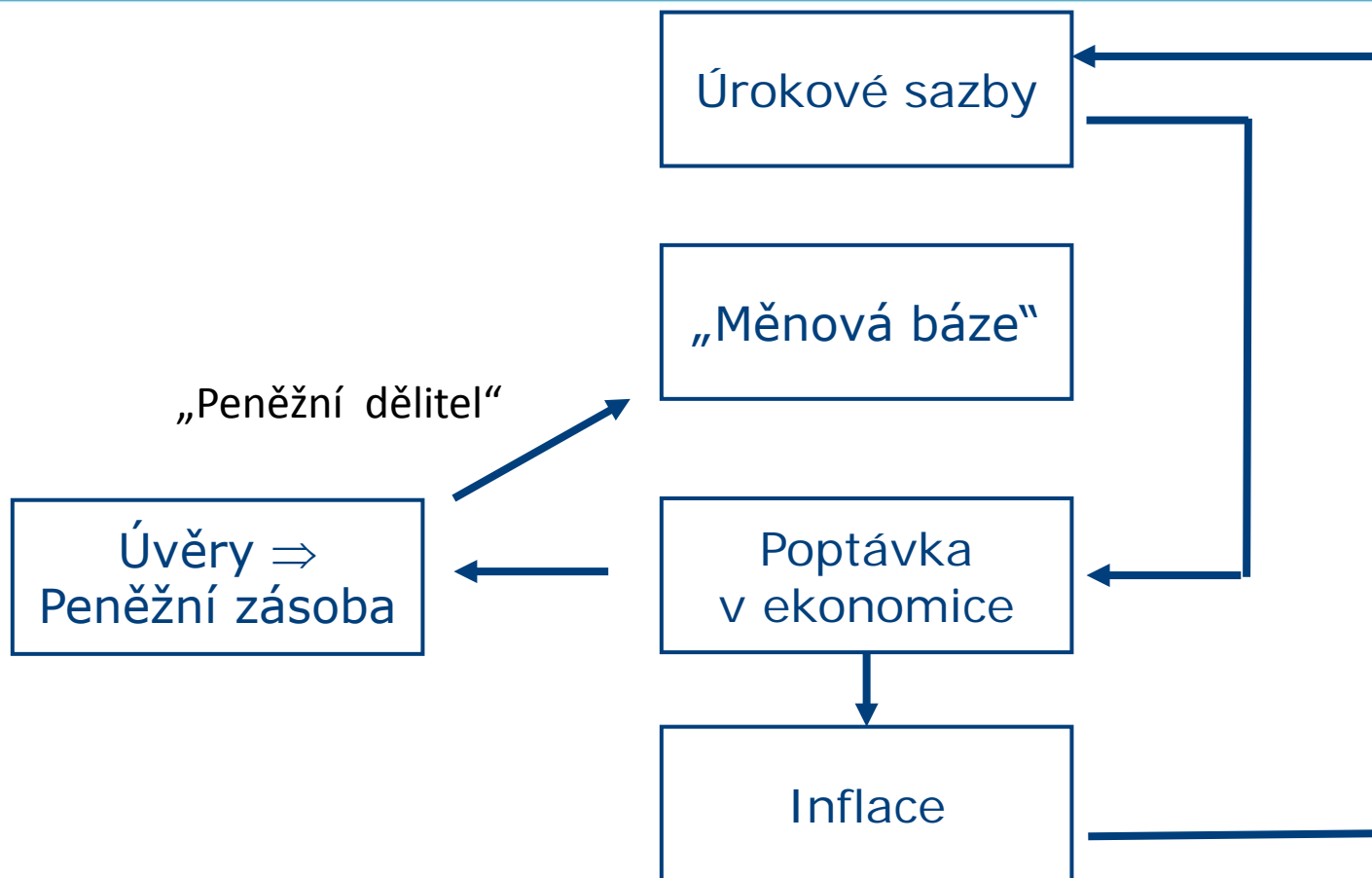
- Tento „monetaristický“ mechanismus v učebnicích studovaly celé generace ekonomů (mě nevyjímaje), ale prakticky nikdy a nikde to tak nefungovalo (s dílčí výjimkou Fedu v letech 1979–1982, což je však spíše odstrašující případ).



- V tomto systému se výkyvy v poptávce po penězích projevují ve výkyvech úrokové míry (bez ohledu na to, zda jsou dány poptávkou z reálné ekonomiky nebo čistě finančními šoky).
- Tyto výkyvy jsou o to větší, čím méně citlivě poptávka po penězích reaguje na změny sazeb.
- M. Friedman tedy rozhodně nedoporučoval stabilitu sazeb!



- Centrální banka kontroluje – prostřednictvím svých MP operací – krátkodobé úrokové sazby.
- Ty jsou jejím hlavním MP nástrojem v normálních dobách.
- Výše úrokových sazeb se musí měnit tak, aby zajišťovala dosahování cenové stability v budoucnu.
- Peníze (oběživo i vklady) jsou endogenní a centrální banka jejich výši nekontroluje.



- Vývoj úvěrů odráží na jedné straně poptávku ekonomických subjektů po finančních zdrojích – při dané úrovni úrokových sazeb – k pružnému profinancování ekonomické aktivity, a na druhé straně nabídku úvěrů ze strany bank.
- Zpětně pak ovlivňuje poptávku po oběživu a rezervách.

- Peníze v moderním systému nejsou ničím kryté.
- Systém je vytváří pružně, podle potřeb ekonomiky, a to zejména při poskytování úvěrů komerčními bankami.
- Někdo musí hlídat, aby peníze neztrácely rychle hodnotu, nebo aby naopak jejich hodnota v čase nezdravě nerostla (deflace).
- Cenová stabilita je primárním úkolem centrální banky, její měnové politiky.
- Hlavním nástrojem MP jsou v normálních dobách krátkodobé úrokové míry (spolu s kurzem určují celkové měnové podmínky).
- K udržení systému pod kontrolou přispívá nejen MP zaměřená na cenovou stabilitu, ale i mikro- i makrobezpečnostní politika zaměřená na finanční stabilitu.



- Peníze vytvářejí dominantně komerční banky, a to „talem pera“, resp. „klepnutím na klávesnici“, při poskytování úvěrů!
- Při poskytnutí úvěru banka připíše nové peníze klientovi na účet a simultánně zaúčtuje úvěrovou pohledávku vůči klientovi.

- Banka nepůjčuje lidem a firmám své rezervy v centrální bance.
- Banka taktéž neposkytuje úvěr ze stávajících vkladů domácností či firem (máte-li peníze na svém účtu v bance a tato banka poskytne někomu jinému úvěr, peníze z vašeho účtu nezmizí!).
- Banka poskytuje úvěr na základě posouzení bonity klienta, jeho schopnosti splácet při dané úrokové sazbě, ne na základě dostupnosti vkladů či rezerv (na žádné komerční bance nevisí cedule: „Dnes úvěry neposkytujeme, došly vklady/rezervy!“).
- Při poskytnutí úvěru banka připíše nové peníze klientovi na účet a simultánně zaúčtuje úvěrovou pohledávku vůči klientovi.
- Může to vypadat nemorálně, ale: peníze \neq bohatství.

Co jsou a co nejsou peníze? (ii)

A	komerční banky	P
Oběživo (B)	Kapitál kb	
Rezervy bank (u CB)	Zahraníční vklady	
Úvěry	Domácí vklady	

A	centrální banka	P
	Kapitál CB	
Devizové Rezervy	Oběživo	jen D+F
	Rezervy bank	

A	domácnosti+firmy	P
Oběživo (D+F)	Čisté „peněžní“ bohatství D+F	
Vklady	Úvěry	

- Zjednodušeně řečeno: peníze jsou prostředky, kterými mohou platit domácnosti a firmy (hotově či elektronicky).
- Rezervy bank vstupují do hry při mezibankovním platebním styku (ale neopouštějí bank. systém).
- Obrázek abstrahuje od vlády a nebankovních FI.

Co se děje při emisi úvěrů?

A	komerční banky	P
Oběživo (B)	Kapitál kb	
Rezervy bank (u CB)	Zahraniční vklady	
Úvěry	Domácí vklady	

↓

A	centrální banka	P
	Kapitál CB	
Devizové Rezervy	Oběživo	jen D+F
	Rezervy bank	

A	domácnosti+firmy	P
Oběživo (D+F)	Čisté „peněžní“ bohatství D+F	
Vklady	Úvěry	

↓

- Banka nepůjčuje klientům „peníze, které má uložené u centrální banky“ či stávající vklady.
- Poskytnutím úvěru a vytvořením nových peněz nikdo přímo nezbohatne.

- Nově vytvořené peníze obvykle nezůstanou v té samé bance.
- Část z nich může být vybrána ve formě oběživa, část je převedena ve formě platby do jiné banky.
- Ze systému však peníze převody mezi bankami nemizí, pokud nejsou použity ke splacení dříve poskytnutého úvěru, k platbě do zahraničí nebo na účet státu (daně).
- Banka převod či výběr peněz klientů realizuje na úkor svých rezerv u centrální banky. Centrální banka tak neřídí ani množství hotovostních peněz v oběhu, i když je sama vydává.
- V případě potřeby si tyto rezervy opatří na mezibankovním trhu či přímo „refinančním“ úvěrem od centrální banky.
- Důležitá je pro ni cena zdrojů, které si takto může opatřit. Ta se odvíjí od úrokových sazeb centrální banky (viz výše).
- Banky si zároveň konkurují v získávání vkladů jakožto stabilních zdrojů financování aktivní strany své bilance.

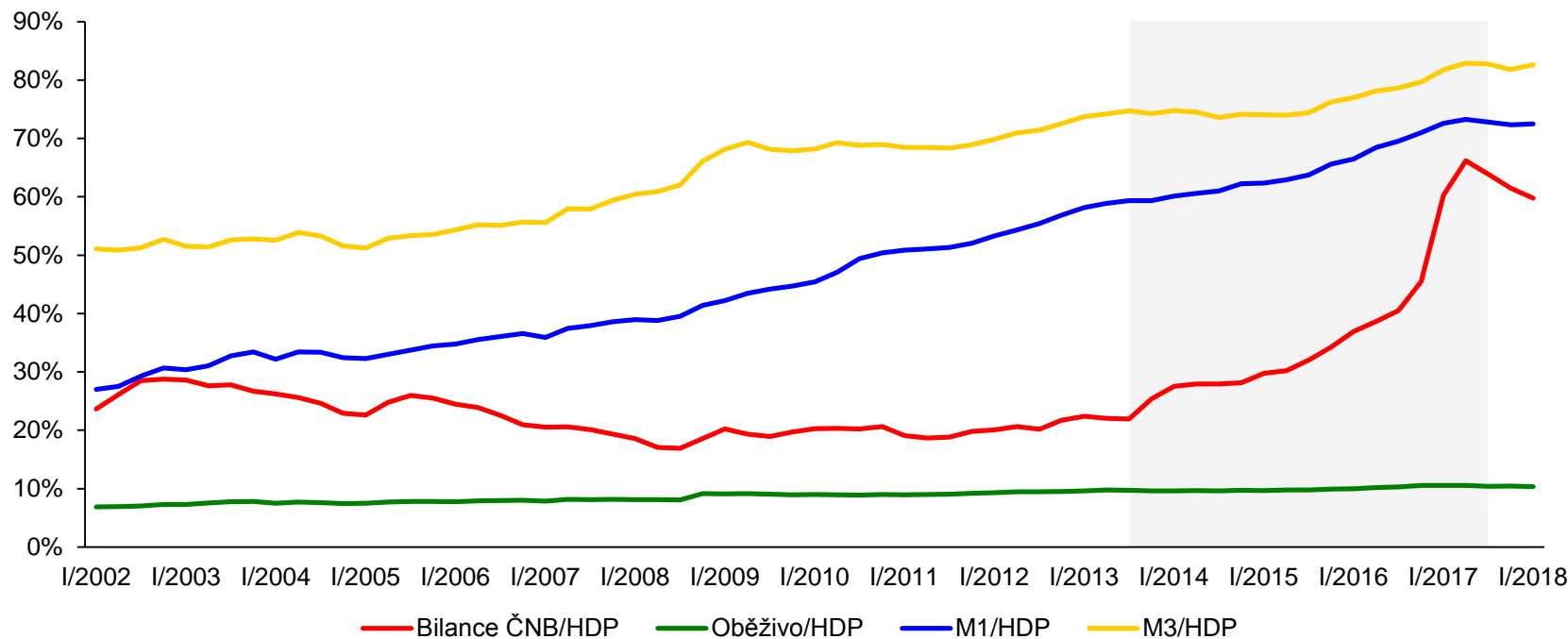
Co se děje při FX intervencích?

A	komerční banky	P
Oběživo (B)	Kapitál kb	
Rezervy bank (u CB)	Zahraníční vklady	
Úvěry	Domácí vklady	

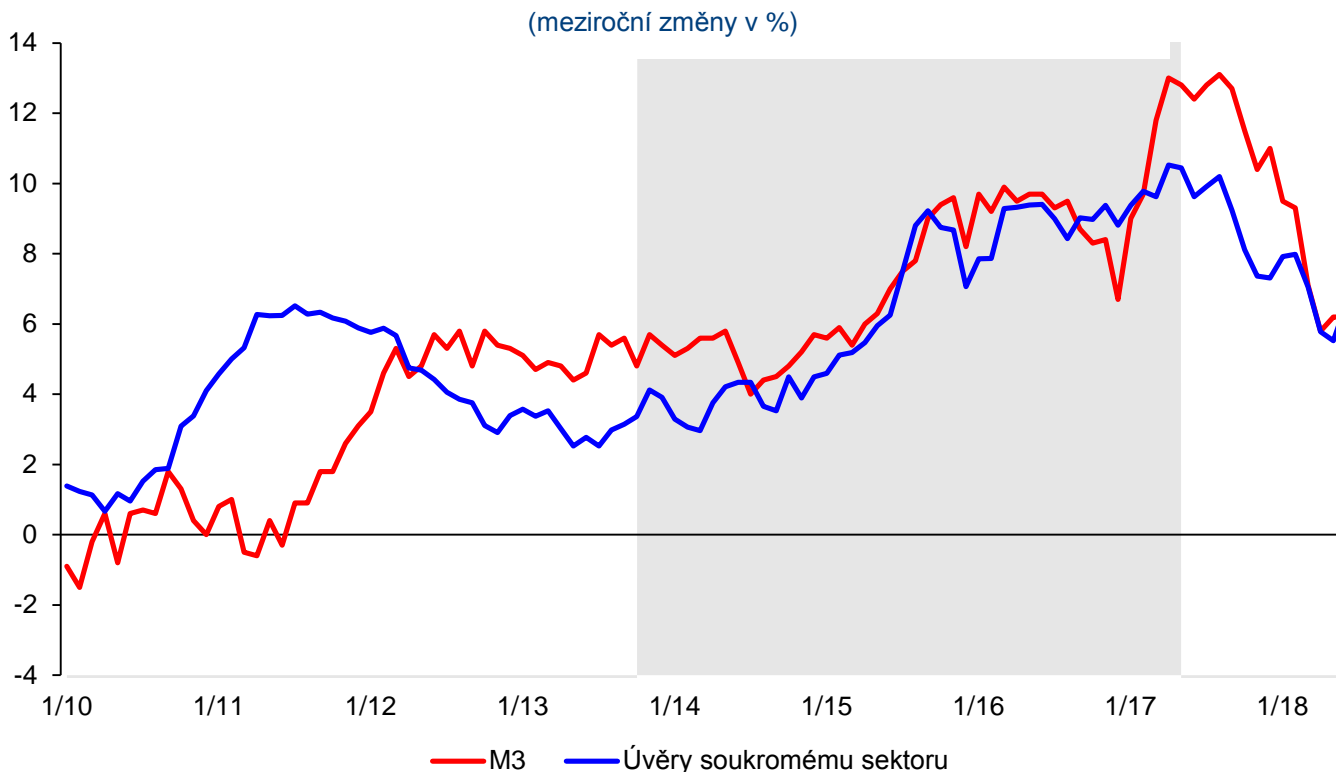
A	centrální banka	P
Devizové Rezervy	Kapitál CB	
	Oběživo	jen D+F
	Rezervy bank	

A	domácnosti+firmy	P
Oběživo (D+F)	Čisté „peněžní“ bohatství D+F	
Vklady	Úvěry	

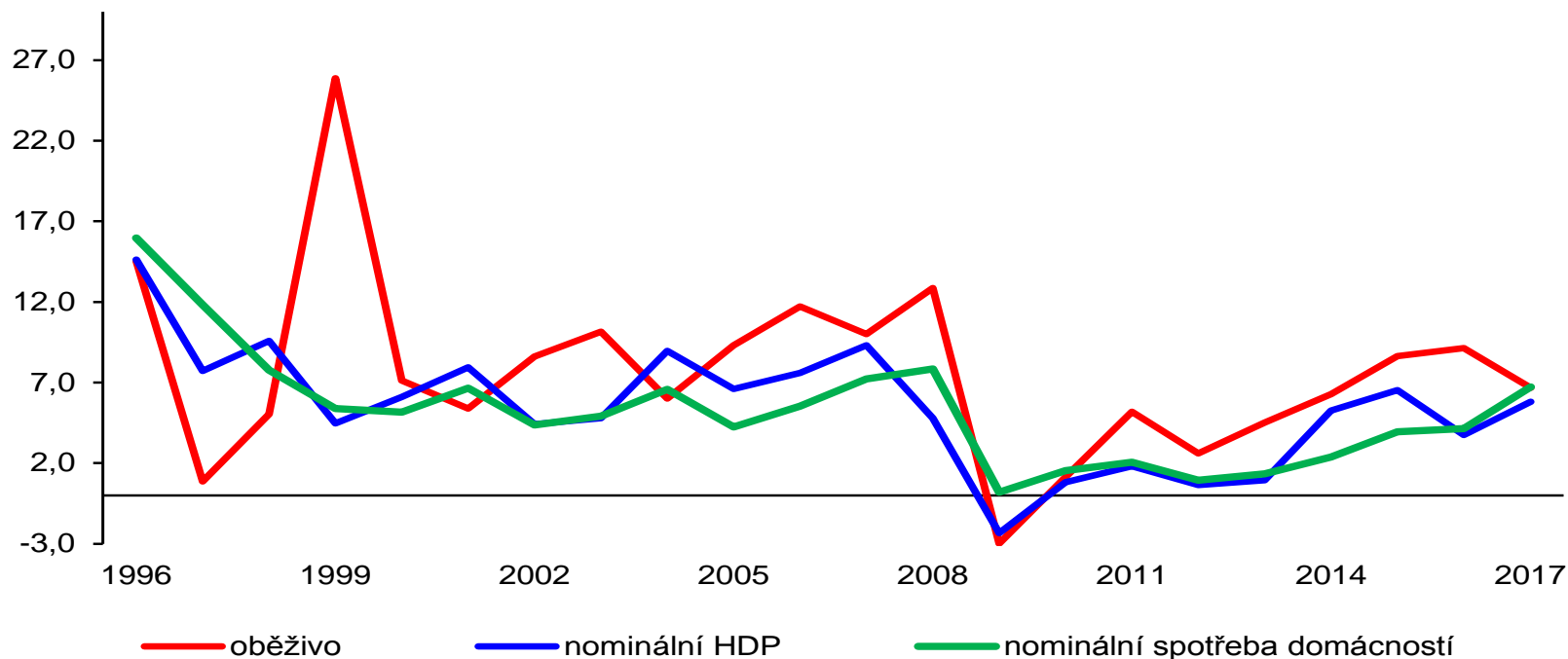
- Mění se pouze velikost bilance komerčních bank a CB, ale nikoli v položkách, které jsou součástí peněžní zásoby.
- Efekty na M3 jsou pouze nepřímé (v ČR hrál roli oživený růst ekonomiky i nárůst vkladů nebankovních FI).



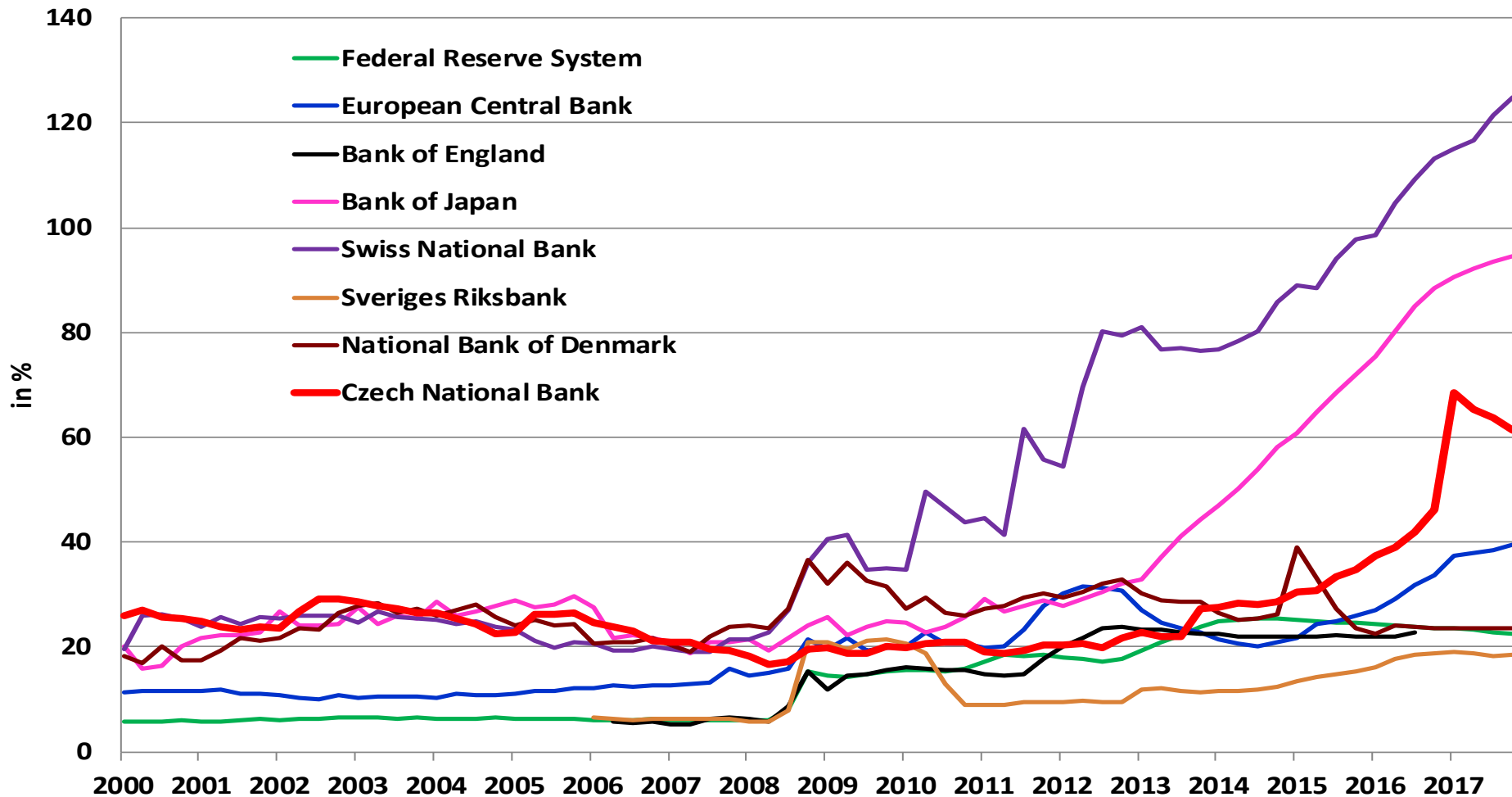
- Bilance ČNB se od podzimu 2013 do dubna 2017 v poměru k HDP ztrojnásobila z 22 % na 67 %.
 - Oběživo ve stejném období pokračovalo v trendovém růstu. Jeho poměr k HDP se tak zvýšil jen nepatrně, a to z 10 % na 11 %.
 - I u širších peněžních agregátů nenastal žádný zlom ve vývoji v souvislosti s nárůstem bilance ČNB.
- ⇒ Kurzový závazek \neq „tisk peněz“.



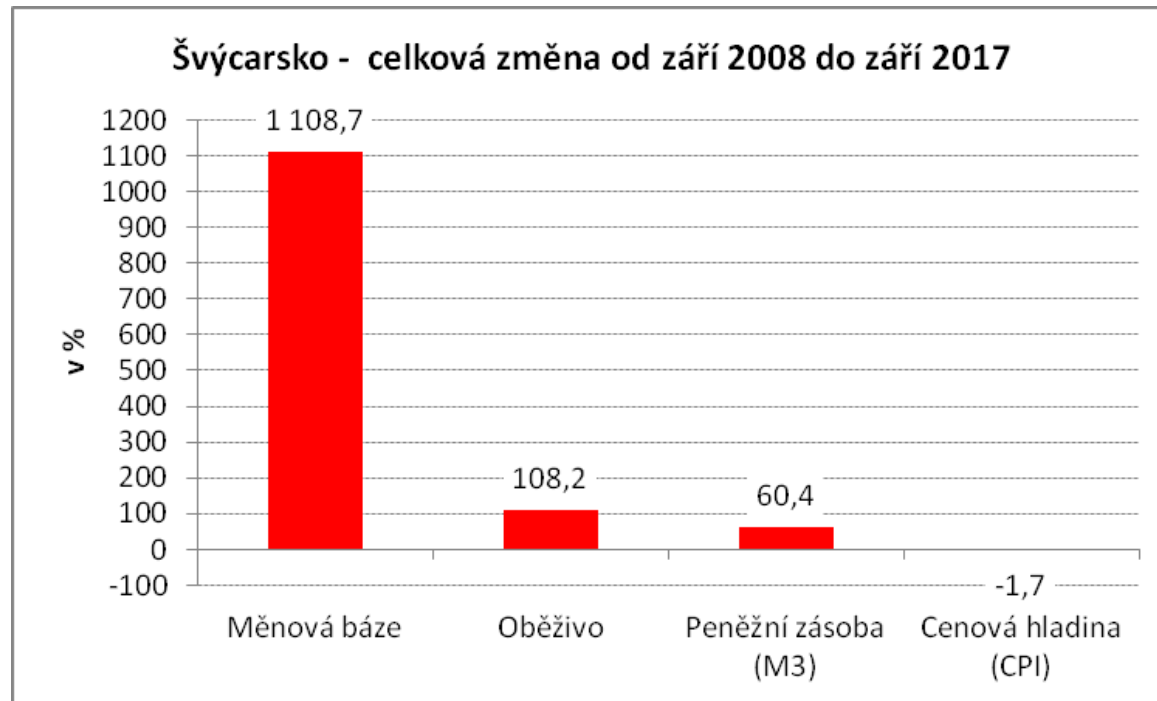
- Peněžní zásoba a úvěry se vyvíjejí dlouhodobě souběžně (i když někdy se jejich dynamika rozchází – viz dále).
- Kurzový závazek resp. obecně uvolněná měnová politika přispěly k růstu M3 nepřímo prostřednictvím oživení poptávky po úvěrech.



- V dlouhodobější perspektivě vývoj oběživa zhruba kopíruje dynamiku nominálního HDP, resp. nominální spotřeby domácností.
- Vývoj oběživa se totiž přizpůsobuje objemu (hotovostních) transakcí v ekonomice, který úzce souvisí s vývojem ek. aktivity.
- Výraznější vybočení z tohoto vztahu nastalo v roce 1999, kdy zkrachovalo několik bank, což doprovázel zvýšený (panický) výběr vkladů jejích klientů (nárůst oběživa).



- Bilance centrálních bank vyspělých zemí se od začátku krize výrazně zvýšily.
- Nejde ale o „tisk peněz“ (ani přímo, ani ve smyslu „peněžního multiplikátoru“, tedy v přeneseném významu).



- Kdyby platil monetaristický mýtus o tištění peněz, všechny sloupečky v grafu by musely být řádově stejně velké.

- Centrální banka na finanční a reálný sektor trvale působí svými opatřeními měnové, mikro- i makrobezřetnostní politiky.
- Konkrétně v oblasti měnové politiky nastavuje ČNB své nástroje tak, aby byl ekonomický vývoj v souladu s plněním 2% inflačního cíle. Nastavením úrokových sazeb v ekonomice tak centrální banka dosahuje toho, že vývoj poptávky – financované zčásti úvěry – není nadměrný nebo naopak příliš utlumený, což by vytvářelo inflační resp. deflační tlaky.
- Svými regulatorními opatřeními a dohledem dozírá na to, že se banky chovají při poskytování úvěrů obezřetně a na pokrytí případných budoucích ztrát mají vytvořen dostatek kapitálu.
- Makrobezřetnostními nástroji cílí centrální banka na to, aby výše popsaný systém nevytvářel rizika pro celkovou finanční stabilitu v podobě nadměrné emise úvěrů či bublin na trzích aktiv (např. nemovitostí).

- Peníze v dnešním pojetí nemají žádnou vnitřní hodnotu ani žádné krytí.
- Zachování jejich hodnoty je garantováno legislativně, viz ZoČNB, a důsledným naplňováním tohoto mandátu:
 - § 2: (1) **Hlavním cílem činnosti České národní banky je péče o cenovou stabilitu.**
 - § 9: (1) Česká národní banka, bankovní rada ani žádný člen bankovní rady nesmějí při výkonu pravomocí a plnění úkolů ... vyžadovat ani přijímat pokyny od prezidenta republiky, Parlamentu, vlády a jiných orgánů České republiky...
 - § 16: Platné bankovky a mince vydané Českou národní bankou jsou zákonnými penězi ve své nominální hodnotě při všech platbách na území České republiky.
 - § 34a: Zákaz měnového financování: (1) Česká národní banka ... nesmí poskytovat možnost přečerpání zůstatku bankovních účtů nebo jakýkoli jiný typ úvěru ... ústředním vládám, regionálním nebo místním orgánům nebo jiným veřejnoprávním orgánům.

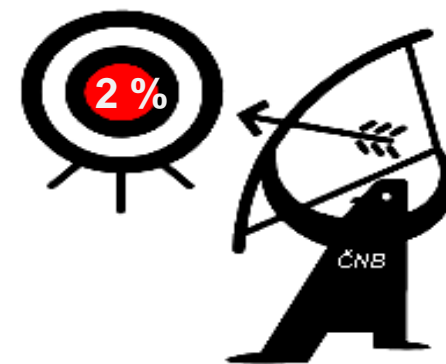
Zákonný mandát ČNB

Úloha měnové politiky dle Ústavy a zákona o ČNB:
zabezpečovat cenovou stabilitu

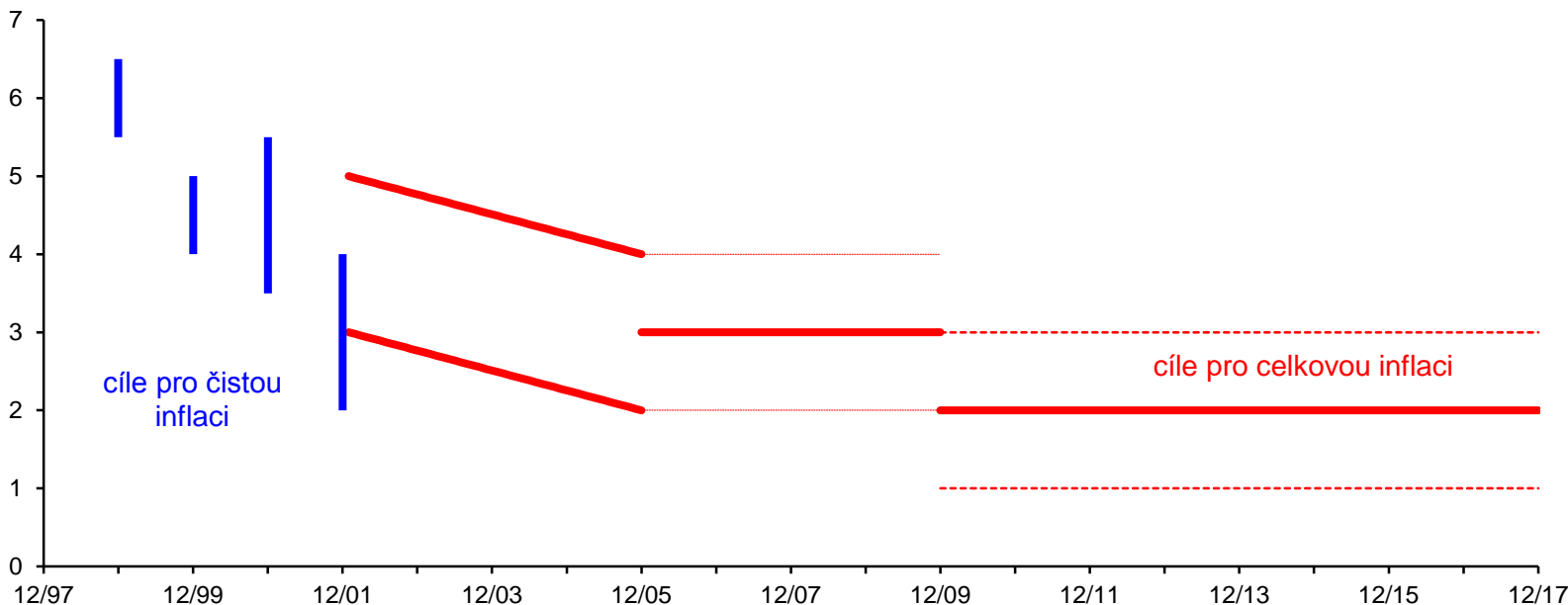
- Co je cenová stabilita?
 - Nikoliv neměnnost cen, nýbrž jejich **mírný růst**
- Od roku 1998 provádí ČNB svou měnovou politiku v režimu **cílování inflace**



- Jedním z důvodů kladného inflačního cíle je **statistické nadhodnocení**
 - Při měření není zcela zohledněn růst kvality
 - V realitě substituce dražšího zboží za levnější
 - Zásadní revize spotřebního koše jen jednou za 5 let (naposledy leden 2016)
- Nenulový inflační cíl ulehčuje **přizpůsobení relativních cen a reálných mezd**
- Cílovat nulovou inflaci by znamenalo **riziko časté deflace** a rychlejšího vyčerpání prostoru pro pokles sazeb
 - Úrokové sazby by při inflačním cíli 0 % byly dlouhodobě 1 %, nikoliv 3 %
- Cílem ČNB je proto **2% meziroční růst CPI**
 - Podobné cíle mají i všechny ostatní centrální banky ve vyspělých zemích: ECB, BoE, SNB aj.



- Aktuální cíl **2 %** (od roku 2010) – ČNB usiluje o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany; měnová politika nereaguje na prvotní dopady změn nepřímých daní – tzv. měnověpolitická inflace
- Svého cíle ČNB dosahuje změnami v **nastavení úrokových sazeb** a s využitím dalších nástrojů: horizont vpředhledící měnové politiky je 12–18 měsíců



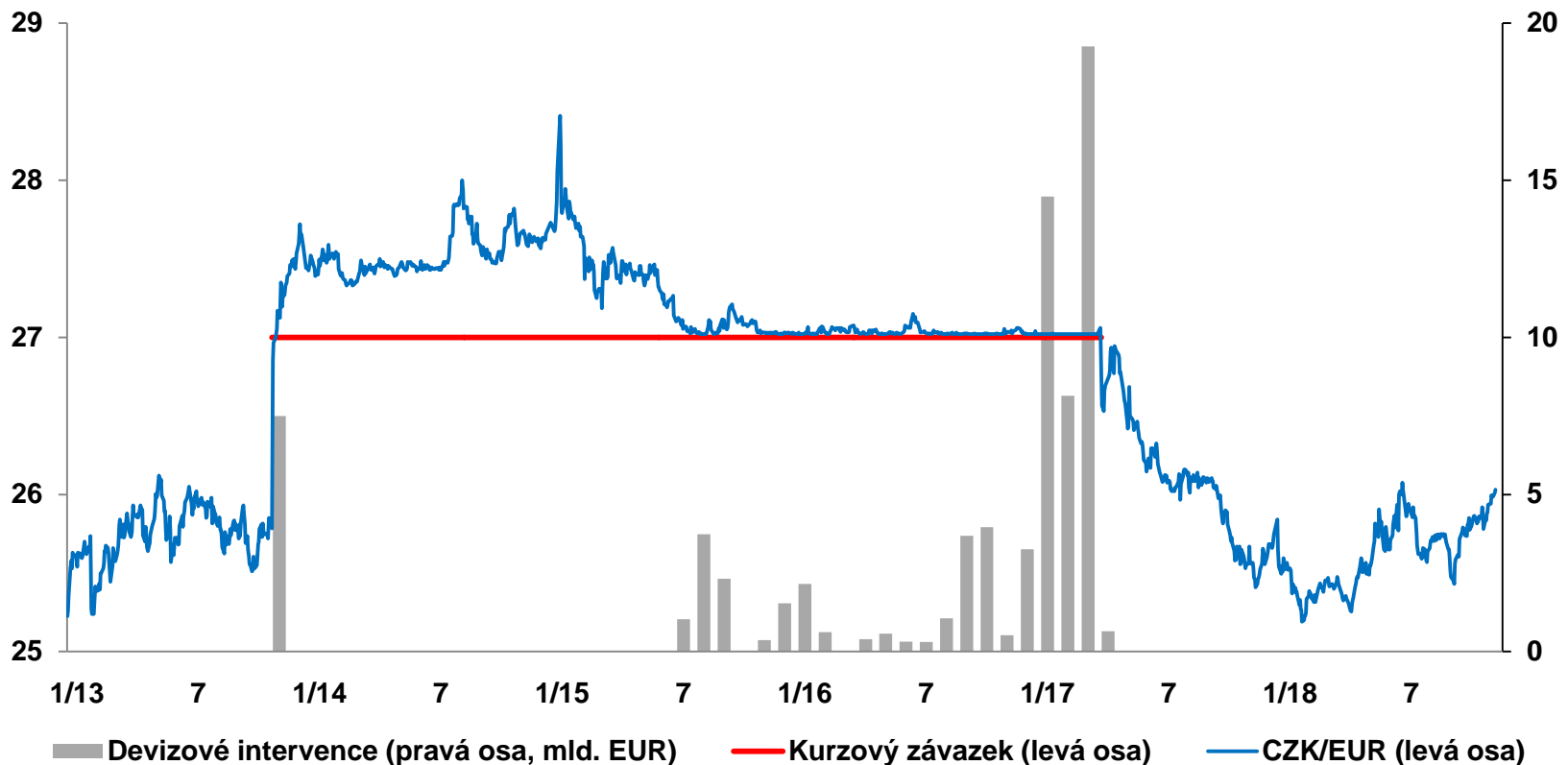
- Množství peněz – bezhotovostních ani hotovostních – v ekonomice není pod kontrolou centrální banky.
- Peníze jsou převážně vytvářeny úvěrovou emisí bank (a případně i jinými finančními operacemi).
- Pružně se tedy přizpůsobují poptávce, resp. potřebám ekonomiky (včetně přesunů finančních portfolií).
- Systém má „brzdy“ v podobě měnové politiky zaměřené na cenovou stabilitu, a také bankovní regulace, dohledu a makrobezpečnostní politiky zaměřených na finanční stabilitu.
- MP může mít různé cíle, lze ji provádět v různých režimech. ČNB již 20 let cíluje inflaci.
- Tento režim se v našich podmínkách velice osvědčil (nízká a stabilní inflace, nízké úrokové sazby, vysoká důvěra veřejnosti v českou měnu a MP, nevýznamné zadlužení v cizích měnách).
- Období posledních cca 10 let bylo těžkou zkouškou, ale ČNB v ní obstála se ctí.

Děkuji za pozornost !

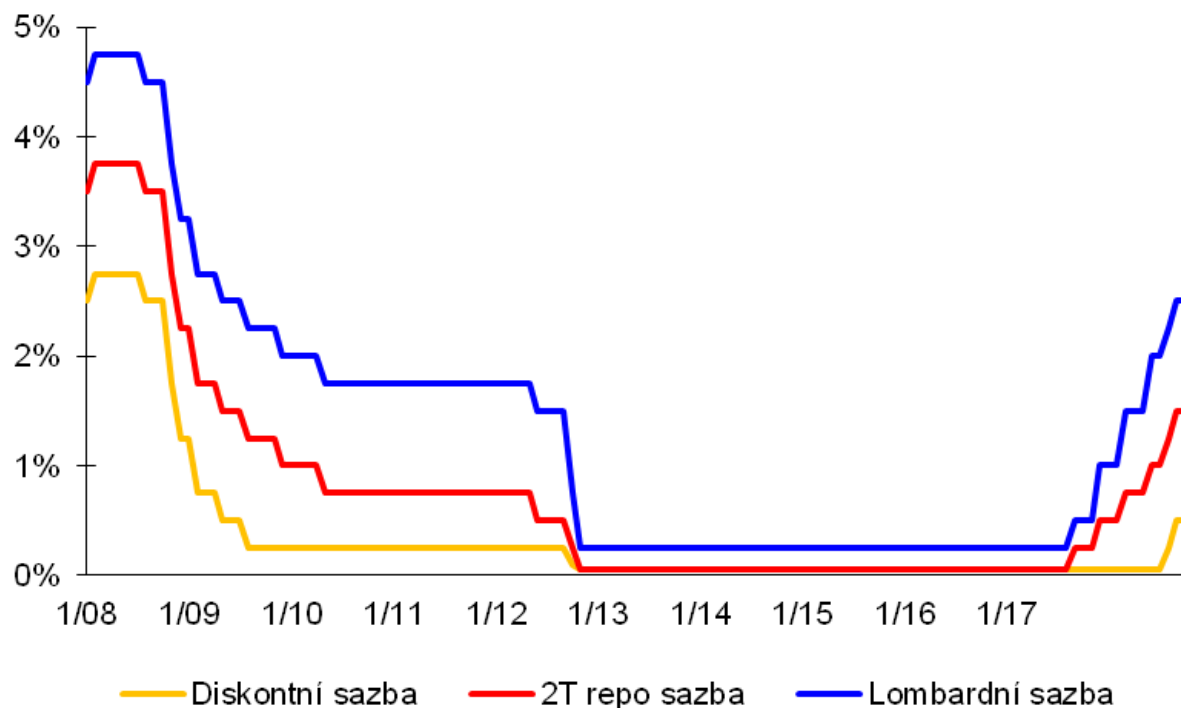


Petr KRÁL
petr.kral@cnb.cz

Záložní snímky



- Od ukončení kurzového závazku ČNB neintervenovala na devizovém trhu, kurz plove na základě poptávky a nabídky.
- Kurz koruny posílil za poslední rok a půl poměrně mírně a navíc ukázal, že se „umí“ hýbat oběma směry.
- Za oslabením od jara 2018 stojí globální faktory (sentiment).



- Koridor měnověpolitických úrokových sazeb byl obnoven do standardní šíře ± 1 p.b. okolo 2T repo sazby.
- Je za námi více než polovina cesty při návratu sazeb k jejich neutrálnímu nastavení (cca 3 % pro 3M PRIBOR).
- Byly obnoveny všechny klíčové prvky transparency měnové politiky (publikování prognózy kurzu a tzv. GRIPu).

- Co jsou peníze:

Srovnání statistiky měnového vývoje a národní měnové statistiky		
	Harmonizovaná statistika měnového vývoje ^{a)}	Národní měnová statistika ^{b)}
M1	Oběživo + jednodenní vklady	Oběživo + jednodenní vklady
M2	M1 + vklady s dohodnutou splatností do 2 let + vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců	M1 + vklady s dohodnutou splatností + vklady s výpovědní lhůtou + repo operace (bez rozlišení splatnosti)
M3	M2 + repo operace + akcie / podílové listy FPT ^{c)} + dluhopisy se splatností do 2 let emitované MFI	Není definován

a) neobsahuje vklady ústřední vlády

b) neobsahuje vklady celého vládního sektoru (tj. ústřední a místní vlády, fondů soc. zabezpečení a zdrav. pojišťoven)

c) fondy peněžního trhu

- Z bilance centrální banky je součástí peněžní zásoby pouze oběživo (jeho část), nikoli rezervy komerčních bank v CB. 37