

# Role zlata v peněžním systému<sup>#</sup>

*Zbyněk Revenda\**

Finanční a ekonomická krize v posledních letech vedla k obnově diskusí nad samotnými základy fungování tržní ekonomiky. V centru ekonomických diskusí jsou problémy spojené s postavením, regulací a dohledem bank a institucí finančního trhu, efektivností měnové politiky centrálních bank a nakonec i s fungováním peněz v současných ekonomikách ve smyslu účinných bariér proti nadměrné úvěrové expanzi.

V čistě teoretické či spíše hypotetické podobě se objevily úvahy nad tématem role zlata v peněžním systému, s odkazy na historii. Jde o některé „návrhy na obnovu zlatého standardu“. Jak z článku mimo jiné vyplývá, úvahy nejsou podloženy nutnou komparací s realitou v podobě konkrétních číselných údajů, pohybují se spíše v rovině proklamací a ani teoreticky nejsou konzistentní, resp. neobsahují odpovědi na základní otázky. Nositelé těchto úvah – v článku budu používat označení „zastánci zlata“ – jsou imunní vůči jakýmkoli, i číselným argumentům; autor to může potvrdit z několika vlastních zkušeností. Zkrátka stačí zavést zlatý standard a všechny složité ekonomické (i jiné) problémy budou vyřešeny. Toto řešení je nejen ve skutečnosti nerealizovatelné, ale fundamentálně chybné.

V článku se zaměřuji na vybrané základní problémy spojené s rolí zlata v peněžním systému jak v historii, tak v současnosti. Hlavním problémem při jeho zpracování byl nedostatek odborné literatury dostatečně podložené fakty. Se zcela stejným problémem jsem se potkával již dříve při zpracování komplexního pojednání o zlatu (Revenda, 2010). Ukázkou je publikace de Sota (2006), kde autor kromě nesporně zajímavých historických údajů zakládá svou analýzu na filosofických úvahách bez jakéhokoli porovnávání se současností.

Publikace zastánců zlata jsou jednostranně zaměřené. Pokud již nějaké číselné údaje obsahují, pak pouze ty, kterými autoři „dokazují“ prospěšnost zlatého standardu – jde především údaje o vývoji cenové hladiny. Údaje, které by jejich úvahy značně relativizovaly, například o vývoji reálného produktu, uváděny nejsou.

Historická data jsou navíc často neprůkazná. Například v jakých penězích lze čerpat údaje o vývoji cen či produktu v zemích, kde obíhaly „vlastní peníze“ vyššího počtu emitentů? Lze vůbec zjistit například „světový hrubý domácí produkt“ třeba v první polovině 19. století? Existovaly tehdy dostatečně kvalitní a ověřitelné sběry dat? Neměly by příklady z historie také reflektovat otrokářství, feudalismus, koloniální říše nebo násilné dobývání nových území? Lze vůbec smysluplnost a efektivnost nějakého zlatého standardu z historie přenášet do současnosti?

Článek je zaměřen na ekonomickou oblast a jeho historické pasáže jsou spíše popisné než hodnotící. Pro současnost jsou úvahy o zlatu konfrontovány s dostupnými daty. V některých případech nejsou názory či námitky zastánců zlata doloženy příslušnou literaturou; jde

---

<sup>#</sup> Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu *Nestabilita finančních trhů a efektivnost jejich regulace* registrovaného u Grantové agentury České republiky pod evidenčním číslem P402/10/0289.

<sup>\*</sup> Prof. Ing. Zbyněk Revenda, CSc. – profesor, Katedra měnové teorie a politiky, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <revy@vse.cz>.

o názory, které jsem získal především osobními diskusemi s jejich nositeli. Abych to odlišil, v článku píší o *potenciálních* názorech, představách, námitkách a požadavcích.

Česká odborná literatura z poslední doby neobsahuje žádné komplexní pojednání zastánců zlata a s jejich písemnými názory se lze setkat pouze v „denním tisku“. Můj článek by ovšem neměl vést čtenáře k závěru, že návrhy na obnovení zlatého standardu jsou „žhavým tématem“ v současnosti. Že jsou zastánci zlata někdy hodně slyšet, ještě neznamená, že by se v nějakých zemích vážně uvažovalo o návratu zlata do peněžního systému. Většina důvodů je v článku uvedena.

Musím upozornit, že příslušné výpočty – ke konci září 2011 – jsou mimo jiné spojeny s konkrétními tržními cenami zlata. Vzhledem k extrémní cenové volatilitě zlata jsou pouze orientační, resp. platné k uvedenému termínu.

## 1 Formy zlatého standardu a vývoj peněz

Na úvod je vhodné si ujasnit samotný termín *zlatý standard*, neboť v historii měl více forem. Požadavky na jeho obnovení by měly být doplněné sdělením, jaké formy se týkají. Až na dobu dávno minulou se některé formy vzájemně prolínaly, zdaleka ne každý stát (či říše) si prošel všemi formami a existovaly země, kde se zlato (nebo stříbro) v peněžních funkcích vůbec nepoužívalo.

### 1.1 Komoditní standard

Nejstarší formou je *komoditní standard plnohodnotné mince z drahého kovu*. V článku se zaměřuji na zlato, k němuž se upírají naděje zastánců zlata. Převládajícím kovem v historii však zlato nebylo. Byl to jeho neprávem opomíjený a levnější souputník – stříbro. Například na území Čech a Moravy se v celé peněžní historii – od asi 10. stol. n. l. – zlaté mince téměř nevyskytovaly.<sup>1</sup> Nikoli nevýznamná Čína řadu století n. l. používala mince ze železa.

*Plnohodnotná mince* fyzicky obsahovala takové množství drahého kovu (zlata), kolik představovala. Jinými slovy, její *vnitřní hodnota* (intrinsic value) se v zásadě rovnala nominální hodnotě. Pokud byl mincí „deklarován“ zlatý obsah např. 1 gram zlata, subjekt po jejím roztavení a při abstrakci od ztrát při tavbě získal 1 gram zlata.

Plnohodnotné mince však nebyly jedinými druhy peněz – kromě nich se v oběhu vyskytovaly různé náhražky peněz –, a navíc se používaly pouze v nejvyšších vrstvách společnosti. „Prostý lid“ se s nimi po celé generace neseťkal. Teprve postupně pronikaly do širších vrstev, ovšem spíše již v podobě *neplnohodnotných mincí*. Obrovský, objektivně neměřitelný a v čase pomalu se snižující význam měla *naturální směna*.

U *neplnohodnotných mincí* je vnitřní hodnota nižší než nominální hodnota. Čistě vzato, s těmito mincemi se můžeme setkat i v současnosti, jde o mince z běžných kovů. Rozdíl nominální a vnitřní hodnoty relativně roste s růstem nominální hodnoty.<sup>2</sup> Vznik neplnohodnotných mincí byl spojen se dvěma základními způsoby. *Umělé zlehčování* představovalo snižování množství

<sup>1</sup> Standard mince z jednoho drahého kovu je spojen s termínem monometalismus. U dvou drahých kovů jde o bimetalismus, kde mimo jiné existoval problém měnicího se vzájemného poměru mezi zlatými a stříbrnými mincemi. Podrobný výklad viz Revenda (2010), kap. 3, nebo Velde (2002).

<sup>2</sup> U mincí s nízkým nominále může být hodnota, resp. tržní cena běžného kovu v minci vyšší než nominální hodnota.

zlata a zvyšování množství jiných kovů v minci, zmenšování mincí bez změny nominální (deklarované) hodnoty, a popř. zákonné zvýšení nominální hodnoty mincí při zachování stejného obsahu. Svým způsobem šlo o formu falšování mincí.<sup>3</sup> K prvnímu umělému zlehčování na našem území docházelo u stříbrných denárů již na začátku 11. století. *Přírozené zlehčování* bylo spojeno s opotřebáváním mincí používaných v oběhu.

Hranicí (umělého) zlehčování je samozřejmě nula – do oběhu se dostávaly mince pouze z běžných kovů, které na rozdíl od mincí z drahých kovů představovaly jen nízké nominální hodnoty.

Plnohodnotné i neplnohodnotné mince byly – až na výjimky – spojeny s *mincovním monopolem* státu – resp. panovníka –, který rozhodoval o skutečném obsahu drahého kovu v minci a jejich nominální hodnotě. Je vhodné dodat, že v těch dobách státu patřilo veškeré nalezené zlato na daném území (a také půda, lesy, poddaní apod.).

## 1.2 Papírové peníze

Monopolní právo emise peněz se původně vztahovalo také na *státovky* – papírové peníze vydávané státem, především za účelem krytí schodků ve státní pokladně. První státovky se objevily na území Číny na počátku 11. stol. n. l. Neměl-li (nebo nepřiznal-li) panovník dostatek příjmů ve zlatě, resp. mincích, ke krytí výdajů si začal pomáhat tiskem státovek, a to původně se slibem pozdější směny za zlato (mince).<sup>4</sup> Podmínkou samozřejmě byl přebytek zlata v dalším období. Mnohem častěji si panovník zvykl na pohodlnost v tom smyslu, že nedostatek zlata může být papírem. K tomu stačilo, aby subjekty donutil, nejčastěji zákonem, státovky přijímat – jsme u *zákonného platidla*.<sup>5</sup> Rozsah emisí státovek byl primárně určen potřebami panovníka v roli dlužníka, a nikoli nějakými potřebami ekonomiky. Mechanismus téměř vždy vedl k nadměrným emisím, růstu cen ve státovkách a snižování kupní síly státovek. Konečným výsledkem – spojeným s omezováním „povinné“ zpětné směny za zlato – byly „peněžní reformy“, či spíše státní bankroty. Emise státovek začaly být zákony omezovány a nakonec zrušeny.

Papírovými penězi byly rovněž *klasické bankovky* vydávané různými bankami jako jejich vlastní peníze cestami odkupu drahých kovů a obchodních směnek. Tyto bankovky byly původně směnitelné za zlato, ale možnost emise nákupem směnek samozřejmě znamenala nižší než plné, resp. stoprocentní krytí drahým kovem. Později se klasické bankovky dostávaly do oběhu také pomocí úvěrů. Systém označovaný někdy za „*svobodné bankovníctví*“ (free banking), trpěl dalšími neduhy. Byl nepřehledný, mezi bankovkami různých bank existovaly měnící se směnné kursy, bankovky byly použitelné jen např. v daném městě a především fungoval ve fázích ekonomického růstu. Ve fázích poklesu držitelé bankovek často preferovali zpětnou směnu – a řada bank to nebyla schopna zabezpečit.

Historické zkušenosti jsou přinejmenším rozporuplné, nejčastěji zmiňované jsou Skotsko a USA. Ve Skotsku systém fungoval relativně delší dobu v 1. pol. 19. stol., v podmínkách nízkého počtu emitujících bank. Indikátorem kupní síly vlastních peněz byly směnné kursy, jejichž změny indikovala burza bankovek (!) v Edinburghu. V USA existoval v letech 1836-

<sup>3</sup> Subjekty rovněž odštípovaly kousky drahého kovu z mincí – šlo o „kažení mincí“.

<sup>4</sup> V Číně za železné mince. V Evropě se první státovky objevily až ve 2. pol. 18. stol.

<sup>5</sup> Zákonné platidlo lze vztahovat i na předchozí systém mincí – panovník si vynucoval placení danými mincemi na vlastním území a stanovoval jejich nominální hodnotu.

1863 v necelé jedné třetině tehdejších amerických států. Bankroty bank byly na denním pořádku, směnné kursy byly vysoce volatilní a ceny v různých bankovkách měly spíše rostoucí tendence.

V Anglii na konci 1. pol. 19. stol. byla emise bankovek svěřena – až na výjimky – jedině bance, centrální Bank of England. K centralizaci pak docházelo v dalších zemích. Šlo o přechod na systém *bankovek centrální banky*, který jako jeden ze dvou základních známe i v současnosti. „Emise bankovek“ je spíše již technickou záležitostí. Primárně se bankovky (a mince) z pokladen centrální banky dostávají do pokladen obchodních bank, a to výběry z účtů bezhotovostních peněz bank u centrální banky. Z pokladen obchodních bank se bankovky dostávají do oběhu například výběry z bankomatů.<sup>6</sup>

Vnitřní hodnota papírových peněz je blízka nule. Potenciální požadavky na „plnohodnotné“ peníze nelze při existenci papírových peněz brát vážně. Stejně poznámky se vztahují na bankovky z plastu (např. Austrálie).

### 1.3 Bezhotovostní peníze

V poslední třetině 19. století, v přímé souvislosti s technickým pokrokem, se začínají objevovat první *bezhotovostní peníze*, jejichž emise je spojena s poskytováním bezhotovostních úvěrů. Mohou být emitovány centrální bankou a obchodními bankami. Tyto peníze nemají žádnou vnitřní hodnotu.

Centrální banka emituje bezhotovostní peníze v podobě *rezerv bank* především krátkodobými bezhotovostními úvěry bankám, například v rámci reverzních repo operací. Obchodní banky stejným základním způsobem – bezhotovostními úvěry – emitují peníze nebankovním subjektům, a to jako *běžné vklady*.

### 1.4 Peníze, ekonomický růst a ceny

Vraťme se ke zlatému standardu – první forma byla již uvedena, šlo by o *standard zlaté mince*; zde není příliš významné, zda plnohodnotné či neplnohodnotné. Další formy jsou spojeny se snižováním procenta *krytí emitovaných peněz* a omezováním *směnitelnosti peněz za zlato*.

Hlavním důvodem snižování procenta krytí je primární vlastnost zlata – jde o *drahý kov*, jehož je až na výjimky (objevení a zlaté drancování Ameriky) vždy relativní nedostatek. Ekonomický růst v dlouhém období je spojen s *růstem potřebného množství peněz* ke zprostředkování peněžních transakcí. Ve formalizované podobě *rovnice směny* (Fisher, 1911) lze růst ekonomiky spojovat rovněž se zrychlováním obratovosti peněz (má objektivní limity) a klesáním cenové hladiny, zjednodušeně deflací. Vezmeme-li v úvahu historické zkušenosti, pak při vědomí neexistence dostatečného množství potřebných a doložitelných údajů a s odkazem na již zmíněný značný význam naturální směny nenalezneme přesvědčivý důkaz o nějakém delším období, ve kterém ekonomika rostla, a ceny klesaly.

Jako příklad matení či dokonce svévolného a zmanipulovaného výkladu historie si uveďme údaje od Šímy (2010). Index spotřebitelských cen je nastaven na 100 v roce 1913. Graf začíná rokem 1865 (asi 155), tedy těsně po ukončení občanské války. Klesání cen (a ekonomický růst) v dalších letech se snad dá vysvětlit návratem do mírové ekonomiky.

<sup>6</sup> Podrobný popis včetně postavení centrálních bank v různých oblastech viz Revenda (2009).

Graf z „archivu autora“ končí rokem 1900 (asi 85). Ponechme stranou, že v dalších 13 letech ceny rostly (na 100). Autor dokládá „prospěšnost“ deflace, neboť USA v poslední třetině 19. stol. „zažily pokrok“. Konkrétní údaje o reálném ekonomickém růstu však chybějí, pozitivní faktory typu násilného zabírání indiánských území autor opomíjí a již vůbec nezmiňuje dvě těžké hospodářské krize koncem 70. let – bezprostředně po uzákonění jedné z forem zlatého standardu (!) – a první pol. 90. let (rekordní do té doby v americké historii). Navíc rozhodující roli měly hotovostní peníze.

V současnosti dominují peníze bezhotovostní a deflační tendence jdou ruku v ruce s ekonomickou stagnací či dokonce ekonomickým poklesem. Za vyspělé ekonomiky je zářným příkladem Japonsko, kde se od asi 1. pol. 90. l. 20. stol. stále projevují deflační tendence doprovázené ekonomickými problémy.

Zastánci zlata argumentují „typickými“ příklady spojení poklesu cen s rozvojem daného odvětví a metodou indukce to rozšiřují na celou ekonomiku. Ve skutečnosti jde spíše o *výjimečné* příklady. Nejčastěji je zmiňována elektrotechnika, resp. počítače. Zde ale „působí“ Mooreův zákon.<sup>7</sup> Obdobné vysoce pozitivně působící zákonitosti lze jen těžko očekávat v ropném průmyslu, energetice či zemědělství, tedy v sektorech, které výrazně ovlivňují ceny v ekonomikách.<sup>8</sup>

### 1.5 Snižování krytí a omezování směnitelnosti

Samotné zlato je samozřejmě používáno především za nepeněžními účely – dvě třetiny roční nabídky končí ve šperkařství. Permanentní snižování krytí peněz zlatem bylo pochopitelně doprovázeno omezováním směnitelnosti. Přes určitý cyklický vývoj s krátkodobými návraty k předchozím formám došlo nakonec k definitivnímu ukončení směnitelnosti peněz za zlato (USA, srpen 1971).

Můžeme identifikovat čtyři další formy zlatého standardu. Ve *standardu zlatého slitku* měli emitenti povinnost směřovat vlastní papírové peníze až od stanoveného dolního limitu množství peněz. Čím vyšší byl limit, tím relativně nižší množství emitovaných peněz musel emitent krýt zlatem. Pokud byl limit např. ve výši odpovídající 100 g zlata – ve formě slitků či třeba zlatých mincí –, majitelé peněz v rozsahu pod limitem nemohli nárokovat zpětnou výměnu za zlato. Zvyšování limitu zpětné výměny umožňovalo snížit procento krytí emitovaných peněz zlatem. Tento standard představoval první způsob zvyšování množství peněz v oběhu nad rámec zlatých zásob. Zde zdůrazňuji jednu skutečnost (podrobněji 4. část): *Omezení směnitelnosti peněz za zlato výrazně zvyšuje pravděpodobnost odchylek tržních cen zlata od cen, které garantují emitenti peněz podle deklarovaného zlatého obsahu. S potenciálním růstem odchylek dále klesá – již tak extrémně nízká – udržitelnost nějaké formy zlatého standardu.*

Ve *standardu zlaté rezervy* byly stanoveny dolní limity podílu zlatých zásob na emitovaném množství peněz, především bankovek. Například při limitu 25 % byl maximální rozsah celkové emise čtyřnásobkem zlatých zásob. Standard byl obvykle spojen se zrušením *povinné* směnitelnosti emitovaných peněz za zlato, v některých případech však mohla existovat omezená směnitelnost. Při centralizaci emise bankovek se vztahoval na centrální banky.

<sup>7</sup> „Složitost součástí se každý rok zdvojnásobí při zachování stejné ceny“.

<sup>8</sup> Například při poklesu tržních cen ropy jsou (dočasně) zavírána některá ropná naleziště, odkládány další geologický průzkum a investice do ropných zařízení apod.

Řada zemí postupně opouštěla své závazky krýt národní měnu zlatem a umožňovat její výměnu za zlato, a to přes formálně stále existující zlaté obsahy. Vedle těchto zemí existovaly země, které umožňovaly peníze za zlato směňovat s různými omezeními. Některé subjekty držící měny za zlato nesměnitelné mohly (ne vždy) konvertovat tyto peníze do peněz, které za zlato směnitelné byly. Jde o *standard zlaté devizy*. Z hlediska vývoje množství peněz v oběhu je zřejmé, že emise peněz bez vazby na zlato nebyla nijak limitována zlatými rezervami daného státu, resp. jeho centrální banky. Tento standard v určité kombinaci s předchozím standardem zlaté rezervy můžeme spojit s československou korunou ve 20. a 30. letech 20. století.

Poslední historickou formou, v zásadě od poloviny 30. let 20. stol., byl *zlatý dolarový standard* spojený s americkým dolarem. Šlo již o standard v systému jak hotovostních, tak bezhotovostních peněz (s nárůstem jejich významu). Federální rezervní systém neměl stanovené procento krytí peněz, ale garantoval směnitelnost dolarů za zlato centrálním bankám, po 2. světové válce v členských zemích Mezinárodního měnového fondu (MMF). Garantovaná cena byla 35 USD za trojskou unci (31,1 g zlata, zlatý obsah 1 USD  $\approx$  0,889 g zlata). Na dolar byly navázány kursy národních měn členských zemí MMF s povolenými odchylkami  $\pm 1\%$ . V této souvislosti je znám termín *brettonwoodský systém měnových kursů*. Potíže spojené se zlatým dolarovým standardem jsou bohatě popsány v literatuře, proto jen připomínám zrušení směnitelnosti a zánik standardu v srpnu 1971. Za hlavní důvod konce lze označit *vyšší tržní ceny než ceny dané zlatým obsahem dolaru*.

O jaké formě zlatého standardu tedy lze – podle autora článku jen hypoteticky – do budoucna uvažovat? Odpověď by měli dát zastánci zlata, kteří tak ovšem nečiní. V článku budu dále používat termín *zlatý systém*, ve kterém peníze budou směnitelné až od určité, blíže nespecifikované výše množství zlata, a současně bude jejich emitované množství plně – minimálně 100 % – kryto zlatými zásobami emitentů.<sup>9</sup> Tyto charakteristiky jsem vybral z důvodů ani hypoteticky neexistující možnosti *neomezené* směnitelnosti<sup>10</sup> a požadavků na „plné krytí“ peněz zlatem, které někdy přece jen lze z vyjádření zastánců zlata rozpoznat. Samozřejmě se pohybujeme v ekonomice, kde kromě oběživa (s „emisním“ monopolem centrální banky) existují bezhotovostní peníze převážně emitované obchodními bankami.<sup>11</sup> Centrální banky monopol na emisi všech peněz v ekonomice rozhodně nemají.

## 2 Krytí peněz zlatem

Co je základním motivem požadavků, obvykle představitelů rakouské školy, aby peníze byly kryté zlatem?<sup>12</sup> Autor se domnívá, že jde o limitování nabídky peněz, a z toho plynoucí bezpečnost oběživa a (běžných) vkladů v bankách.

<sup>9</sup> Otázkou je vymezení množství peněz – analýzu založíme na měnové bázi a měnovém agregátu *M1* jako součtu oběživa mimo banky a běžných vkladů.

<sup>10</sup> Při dnešních cenách by např. 1 koruna byla směnitelná za přibližně 1/1000 g zlata, což není snad ani technicky možné; neomezená směnitelnost je spojena s dalšími nesplnitelnými podmínkami, např. neexistencí poplatků za zpětnou směnu peněz do zlata. Blíže Revenda (2010), příloha ke kap. 6.

<sup>11</sup> Část oběživa – mince z běžných kovů – může být emitována státem, resp. ministerstvem financí. Poznámka se nevztahuje na Českou republiku a z hlediska významu mincí jde o nepodstatnou skutečnost.

<sup>12</sup> Nemusí jít nutně o zlato, údajně lze využít i jiné komodity – zřejmě především stříbro – nebo jejich soubor (von Hayek, 1990).

## 2.1 Různé množství zlata

K možnostem „získávání zlata“ emitenty peněz se dostaneme v části 5.3; předpokládejme, že nabídka peněz, resp. měnový agregát  $M1$ , je v delším období v zásadě stabilní.<sup>13</sup> Země s bohatými nalezišti zlata by mohly vlastníky zlatých dolů několika způsoby donutit, či alespoň stimulovat, k prodeji části vytěženého zlata emitentům, a nabídka peněz by rostla. Stejně tak ale platí, že ze zemí bez zlatých nalezišť by při schodkovém vývoji běžného účtu platební bilance<sup>14</sup> zlato odplývalo s dopadem na snížení nabídky peněz. V každém případě by první skupina zemí byla v takovém systému nesmírně zvýhodněna – ostatně obdobné výhody zemí s nalezišti ropy jsou dostatečně známé. Ukažme si jednoduchý příklad.

Představme si dvě ekonomiky s přibližně stejnou výkonností i počtem obyvatel. V jedné mají k dispozici 10 tun zlata, ve druhé 100 tun zlata. Budeme předpokládat stejnou hodnotu deklarovaného zlatého obsahu národní měny (či „soukromých vlastních peněz“ více emitentů) v obou ekonomikách, kdy každá libovolná jednotka bude směnitelná (bez poplatků) za 1 gram zlata. Z toho plyne množství peněz – v první ekonomice 10 mil. jednotek, ve druhé 100 mil. jednotek. Reprezentativní výrobek bude stát relativně stejně – v první zemi např. 100 jednotek a ve druhé logicky 1000 jednotek. Nemusíme ani abstrahovat od nákladů na přepravu a nějakých celních bariér – nákup výrobku je výhodnější v první zemi. Zde domácí subjekty např. za 100 gramů zlata, tj. 100 jednotek koupí jeden výrobek. Subjekty druhé ekonomiky ale mají na nákupy k dispozici 10krát více jednotek, resp. gramů zlata, a mohou koupit 10 výrobků. Stačí nabídnout adekvátní množství (1000 gramů) zlata emitentům v první zemi nebo snad přímo nakupovat za zlato.

Co této (ne)výhodě může bránit? Pomineme-li administrativní bariery, jde především o měnový kurs mezi penězi v první a druhé zemi. V našem příkladě byl 1:1, neboť měny měly stejný zlatý obsah. Ve skutečnosti by mohl být jiný, ale pak neodpovídá poměru zlatých obsahů a ve zlatém systému by musela (zřejmě první) země přistoupit k výraznému omezení směnitelnosti a/nebo snižování procenta zlatého krytí. Třetí teoretická možnost – snížení deklarovaného obsahu odpovídá devalvaci měny v současnosti se všemi negativními dopady na držitele peněz, především domácnosti a firmy.

**Tab. 1: Těžba zlata a zlaté zásoby**

Těžba zlata		Zlaté zásoby centrálních bank	
Země	Tuny	Země	Tuny
<b>Čína</b>	325	<b>USA</b>	8134
<b>USA</b>	269	<b>Německo</b>	3401
<b>Austrálie</b>	227	<b>Itálie</b>	2452
<b>Jihoafrická republika</b>	166	<b>Francie</b>	2435
<b>Rusko</b>	154	<b>Čína</b>	1054 *

\* Nelze ověřit – Čína oficiálně vykazuje zlaté zásoby s velkým časovým zpožděním.

Zdroj: World Gold Council (2011)

Jsme u jednoho z mnoha problémů, které zastánci zlata vůbec nepřipouštějí. Je primárně spojen s nerovnoměrným rozložením zlatých nalezišť ve světě. Výše uvedená tabulka

<sup>13</sup> Při zahrnutí jiných než běžných vkladů by se krytí peněz vztahovalo také na širěji definované měnové agregáty.

<sup>14</sup> Export a import zboží a služeb, výnosy a náklady důchodů a jednostranné převody. Podrobně např. Durčáková – Mandel (2010, kap. 1).

obsahuje údaje o největších producentech zlata a největších držitelích zlatých zásob ke konci roku 2010. V České republice se zlato netěží a Česká národní banka měla 12,7 tun.

## 2.2 Krytí peněz zlatem v České republice a USA

Vyšší vypovídací schopnost o zlatých zásobách centrálních bank mají relativní údaje – pro naše účely jsou nejvhodnějšími relace k množství peněz. Omezíme se pouze na dvě ekonomiky, českou a americkou. V další tabulce jsou uvedeny údaje ke konci 3. čtvrtletí roku 2011.<sup>15</sup> Zlaté relace lze počítat více způsoby – vždy se stejným výsledkem. Použijeme nejjednodušší způsob v podobě převodu zlatých zásob na koruny, resp. dolary. V prvním případě musíme znát kurs koruny k dolaru. Dalšími nutnou veličinou je tržní cena zlata, která zde představuje prostý průměr z tržních cen poslední dekády v září 2011 na spotovém trhu v Londýně.

**Tab. 2: Krytí peněz zlatem**

Číselné údaje	Česká republika	USA
<b>Zlaté zásoby centrálních bank (tuny)</b>	12,5	8133,5
<b>Tržní cena 1 trojské unce zlata (v národní měně)*</b>	30 559,6	1667,1
<b>Tržní cena 1 gramu zlata (v národní měně; 1 t.o. = 31,1035 g)*</b>	982,5	53,6
<b>Zlaté zásoby v tržním ocenění (mld. národní měny)</b>	12,3	435,9
<b>Měnová báze (mld. národní měny)</b>	800,3**	2639,2
<b>Měnový agregát M1 (mld. národní měny)</b>	1946,1	2094,3
<b>Krytí měnové báze zlatem</b>	1,54 %	16,5 %
<b>Krytí M1 zlatem</b>	0,63 %	20,8 %

\* Měnový kurs CZK/USD k 30. 9. 2011: 18,331

\*\* Včetně rezerv bank v poukázkách ČNB (viz bilance ČNB)

Zdroj: Kitco (2011), ČNB (2011a, 2011b), Federal Reserve System (2011a, 2011b) + vlastní výpočty

Údaje za obě země svědčí o zcela nepostačujících zlatých zásobách v relaci k množství peněz. Ač to přímo nesouvisí s tématem článku, za povšimnutí rovněž stojí údaje o penězích v USA – měnová báze je vyšší než M1, tzn. peněžní multiplikátor pro M1 je menší než 1 (0,79). Rezervy bank jsou vyšší než běžné vklady bank, přičemž tzv. vypůjčené rezervy jsou zanedbatelné. Jednoznačně jde o projev finanční krize a reakce bank, které z obavy z dalšího vývoje extrémně omezily úvěry nebankovním subjektům.<sup>16</sup>

## 2.3 Možnosti zavedení plného krytí

Jsou nějaké – hypotetické – možnosti zavedení plného krytí existujících peněz? Ano, tři základní u nás, dvě v USA, a vzájemné kombinace: zvýšení zlatých zásob, zvýšení tržní ceny zlata a (v ČR) devalvace, resp. znehodnocení koruny. Rozsahy příslušných změn na stejných údajích jsou uvedeny v tabulce 3, a to již pouze k měnovému agregátu M1; v tabulce 2 se

<sup>15</sup> Zlaté zásoby ČNB se mírně snižují z důvodu používání zlata k ražbě pamětních mincí.

<sup>16</sup> Podrobné vysvětlení poklesu peněžního multiplikátoru viz Gavin (2009).



uvedené údaje s výjimkou zlatých zásob samozřejmě mění každý další den. Povšimněme si například tržní ceny odpovídající plnému krytí *M1* u nás – 156 tisíc korun za 1 gram.

**Tab. 3: Hypotetické možnosti plného krytí *M1* zlatem**

Možnosti	Česká republika	USA
<b>Rozsah nutné změny (násobek)</b>	159 (100/0,63)	4,8 (100/20,8)
<b>Zvýšení zlatých zásob centrálních bank (rozsah v tunách)</b>	1972	30 884
<b>Zvýšení tržní ceny 1 trojské unce zlata (v národní měně; cena)</b>	4 850 730	7997,4
<b>Zvýšení tržní ceny 1 gramu zlata (v národní měně; cena)</b>	155 954	257,1
<b>Znehodnocení CZK (potřebný kurs CZK/USD)</b>	2910	-

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat z předchozích tabulek

Otázkou stále zůstává, zda potenciální krytí je vhodnější vztahovat k měnové bázi, měnovému agregátu *M1* či dokonce k dalším měnovým agregátům. Vzhledem k požadavkům zastánců zlata na bezpečnost oběživa a peněz uložených v bankách bych preferoval *M1*. Protože v *M2* (a dalších měnových agregátech) jsou další vklady v bankách, lze do krytí zahrnovat *M2* – část vkladů v *M2* je také krátkodobého charakteru, bez problémů a časových zpoždění převoditelná do běžných vkladů.<sup>17</sup>

## 2.4 Nedostatek zlata

Zastánci zlata bohužel problém nedostatku zlata, ostatně jako většinu dalších, nijak „prakticky“ neřeší. Vystačí si se zcela neobhajitelným tvrzením, že na množství zlata nezáleží (!). Konkrétně de Soto (viz Kovanda, 2009, s. 42): „Zlato je vhodný kandidát pro krytí peněz a nestarejme se příliš, zda je ho ve světě dostatek, či nikoli. To je irelevantní. I jeden gram zlata může mít velkou kupní sílu.“ Ano, jeden gram zajisté může mít velkou kupní sílu, ale v poslední dekádě září 2011 měl průměrnou kupní sílu odpovídající 53,6 USD. Pokud by na množství zlata nezáleželo, pak by stačil právě třeba jediný gram zlata ke krytí všech peněz ve světě. Nebo je jeden gram přece jen málo?

Potřebné množství zlata činilo pro USA téměř 39 018 tun (8133,5 + 30 884,3), tj.  $39,018 \cdot 10^9$  gramů. I kdyby *veškerá* roční nabídka zlata – 4108 tun v roce 2010 – šla pouze ve prospěch Federálního rezervního systému, pak při nezměněné tržní ceně a *M1* by trvalo 7,5 roků, než by USA měly dostatečné množství zlata. Nevím, za co by USA toto množství dokázaly nakoupit, a to abstrahuji od poptávky po zlatě za jinými účely. *Udržení* takového zlatého systému by kromě řady dalších skutečností bylo navíc podmíněno *stabilitou tržní ceny zlata*.<sup>18</sup>

<sup>17</sup> Měnový agregát *M2* byl vyšší než *M1* asi 1,5krát v České republice a 4,6krát v USA. Procentní krytí *M2* by proto bylo v obou zemích ve stejném násobku *nižší*. Srov. také část 3.2.

<sup>18</sup> Autor se setkal i s názory, které nelze dokumentovat, neboť šlo o neformální diskuse se zastánci zlata. Potřebné množství zlata je údajně výrazně nižší, neboť současné peníze, například dolary, stejně z důvodu finanční krize brzy zaniknou...

## 2.5 Země bez zlata

Každý zlatý systém předpokládá, že v něm zlato slouží ke krytí peněz. Na konkrétních údajích lze zjistit ono potřebné množství zlata k požadovanému procentu krytí. Vyjdeme-li z plného krytí, kromě výše uvedených údajů z České republiky a USA se dále můžeme ptát, jak by zastánci zlata chtěli kryt peníze v ekonomikách s minimálními zlatými zásobami a bez zlatých nalezišť.

Jako příklad si uvedme Chile – zásoby v centrální bance představují asi 0,25 tuny, neboli 250 kg zlata. V tržním ocenění je to 13,4 mil. USD. Domnívat se snad, že takové množství peněz by stačilo k transakcím v Chile, je zcela mimo realitu. Potenciální námitka, že zlatý systém by stačilo zavést – při vědomí všech výše uvedených námitek – jen v několika nejvyspělejších či na zlato relativně nejbohatších ekonomikách, je také chybná. Ekonomiky s vazbou peněz (a úvěrovou aktivitou bank) na zlato by byly drasticky peněžně omezené a bez konkurenční schopnosti ve vztahu k ekonomikám spojeným se současnými mechanismy emise peněz.

Tvrzení lze nepřímo doložit na jiném peněžním systému v současnosti v podobě striktní verze *currency board* (měnová rada, např. Hongkong). Nabídka peněz (v podobě rezerv bank) měnovou radou je podmíněna odkupem zahraniční měny v předem definovaném fixním měnovém kursu. Systém je v dlouhém období kriticky závislý na přílivu zahraniční měny do ekonomiky a jejím odkupu měnovou radou. Při odlivu nastávají velké problémy spojené s poklesem množství peněz (zrušení mírnější verze měnové rady v Argentině v roce 2002, s následnou výraznou devalvací domácí měny).

## 3 Stabilizace peněžní nabídky

Zlatý systém samozřejmě znamená vysokou stabilizaci peněžní nabídky. Jsem přesvědčen o tom, že vázat množství peněz na množství zlata, mimo jiné z důvodů uvedených v části 1.4, není ekonomicky obhajitelné. Pokud bych smysl „extrémní stabilizace“ peněžní nabídky připustil, pak nerozumím tomu, proč tak činit přes zlato – konkrétní údaje z tabulek 2 a 3 to vylučují. Stabilizace lze dosáhnout jinými, relativně snadnými způsoby, které by nebyly spojeny s – neřešitelným – nedostatkem zlata pro měnové účely, nerovnoměrným rozložením zlatých nalezišť apod. Jde především o stanovení sazby povinných minimálních rezerv z běžných vkladů na úrovni nebo těsně pod úrovní 100 % doplněné zákazem či dramatickým omezením možností centrální banky poskytovat úvěry bankám.

### 3.1 Reakce bank, firem a domácností

Předpokládejme, že zlatý systém by bylo přes veškeré výhrady přece jen možné v nějaké zemi obnovit. Proces „obnovy“ by byl podmíněn extrémní kontrakcí bankovních úvěrů a dalších aktivních operací bank. Kontrakce by ovlivnila nejen banky, ale také jejich klienty, především firmy a domácnosti

Banky by ztratily většinu potenciálních výnosů. Pokud by byly ochotné – a schopné – dále pokračovat v činnosti, pak jediné tehdy, kdy vazba peněz na zlato by se vztahovala pouze na domácí měnu. Většinu aktiv by se snažily postupně tvořit v zahraničních měnách, neboli například úvěry – a pochopitelně takto vznikající běžné vklady – by začaly nabízet v těchto měnách. Obdobně by se nutně zachovaly firmy i domácnosti. Při nedostupnosti půjček v domácí, zlatem plně kryté měně, by poptávaly půjčky v zahraničních měnách.

S určitou nadsázkou lze návrhy na obnovení zlatého systému v České republice, odmyslíme-li jejich nereálnost, označit za „skvělý návod“ postupného přechodu na zahraniční měnu, např. euro, bez vazby na politická rozhodnutí. Žádné české subjekty emitující peníze vázané na zlato by bankám emitujícím zahraniční měny nemohly konkurovat.

### 3.2 Úvěry ve zlatém systému

Ve zlatém systému by existovaly některé druhy úvěrů, které známe v současnosti. Šlo by především o obchodní úvěry. Zboží by bylo placeno se zpožděním tak, jak je tomu nyní, podle termínů splatnosti faktur. Mohlo by být také „dočasně zapláceno“ vystavením obchodní směnky. Nové peníze v těchto případech nevznikají, a potenciální představy, že obchodními smenkami by bylo možné všeobecně platit, neodpovídají realitě.

Další úvěry by byly poskytovány z již existujících peněz, bez ohledu na to, zda by šlo o hotovostní či bezhotovostní půjčky. Byly by (a jsou) to vzájemné půjčky peněz mezi nebankovními subjekty. Objemově významné půjčky by mohly být poskytnuty pouze při spojení vyššího počtu věřitelů. Například všichni rodinní příslušníci by dali dohromady své úspory a půjčili je jednomu ze svého středu.

Bankovní úvěry ve formě známé v současnosti by v podstatě zanikly. Zde je nutné zmínit proces multiplikace běžných vkladů především pomocí bezhotovostních bankovních úvěrů, neboli proces emise bezhotovostních peněz obchodními bankami. Ve zlatém systému by k žádné multiplikaci – při plném krytí – docházet nemohlo; připomeňme si stejný efekt sazby povinných minimálních rezerv ve výši 100 % běžných vkladů. Rozsah a lhůta splatnosti úvěrů by byly limitovány především rozsahem a strukturou termínovaných vkladů.

Většina termínovaných vkladů v současnosti má „krátkodobý“ charakter. Například výpovědní lhůta u příslušných vkladů nepřesahuje tři měsíce a jiné vklady nebývají uloženy na více než jeden rok. Podrobnější číselná analýza je komplikována jednak určitou obratovostí termínovaných vkladů (část může být převedena na běžné účty i za cenu sankcí při nedodržení termínu úložek) a jednak existencí vkladů na různých spořicích účtech. Přestože prostředky na nich mohou být kdykoli (v průběhu pracovního dne), bez přímé penalizace a během několika málo minut převedeny na běžné účty, formálně jsou tyto vklady vedeny jako termínované.<sup>19</sup>

Je nutné zdůraznit, že řešením by nebyly žádné „dlouhodobé“ dluhové cenné papíry, jejichž dočasným odkupem by banky poskytovaly dlouhodobé úvěry. Šlo by totiž o snížení procenta zlatého krytí emitovaných peněz – část z nich by nebyla kryta zlatem, ale poskytnutými úvěry. Při koupi dluhopisů jiným subjektem než bankou by došlo (a nyní dochází) k tomu, že dlužník by měl dočasně více peněz a věřitel méně peněz. Celkové množství peněz by se opět neměnilo.

Z uvedeného jednoznačně plyne, že dlouhodobější bankovní úvěry by byly extrémně omezeny a zdroje na dlouhodobé investice v podobě dlouhodobých úvěrů by v podstatě zanikly. Opět by šlo o rozsáhlou kontrakci ve srovnání se současností.

---

<sup>19</sup> Tím se nám vrací problém, zda diskuse o krytí peněz by neměly být spojeny spíše např. s M2.

### 3.3 Nedostatek peněz a cenová hladina

Potenciální návrat ke krytí peněz zlatem by makroekonomicky – a čistě teoreticky – mohl být spojen s poklesem cen v ekonomice. Jsme ale opět u nedostatečného množství zlata. V České republice by cenová hladina musela v zásadě klesnout na 0,63 % (!) současné úrovně, přičemž cena zlata by *musela zůstat stejná*. Jde o obdobné poznámky jako v části 2.3 a tabulce 3, kde jsme vycházeli z dané cenové hladiny a přizpůsobení přes růst tržní ceny zlata.

Nedostatečné množství peněz a jeho efekty lze opět pozorovat v některých současných ekonomikách. „Nedostatečným“ zde rozumím především omezení úvěrové aktivity obchodních bank, například v souvislosti s poslední finanční krizí. Reakce ekonomiky je zřejmá – recese či ekonomická krize, a nikoli ekonomický růst a přizpůsobení přes klesání cenové hladiny.

Poznámky by neměly vést k závěru, že každé ekonomické krizi lze „zabránit“ zvýšenou úvěrovou aktivitou bank, resp. emisemi dalších bezhotovostních peněz, ostatně neexistuje síla, která by obchodní banky k tomu mohla donutit. „Čistý závěr“ – bez podrobného zkoumání důvodů – spočívá v tom, že úvěrové kontrakce, samozřejmě „nutné“ s ohledem na předchozí vývoj, mají veskrze negativní ekonomické efekty.<sup>20</sup>

## 4 Volatilita tržních cen zlata

Zlatý systém jsem pro účely článku spojil s plným krytím emitovaných peněz zlatem a jejich „jen málo omezenou“ směnitelností. Bez ohledu na to, zda by šlo o peníze emitované v jednotné podobě centrální bankou a obchodními bankami (zde pouze v bezhotovostní formě), nebo rovněž hotovostní „vlastní“ peníze příslušného emitenta, musely by být spojeny s definovanou vazbou ke zlatu (se stejnými vlastnostmi, například ryzostí, resp. počtem karátů). Pokud by příslušná 1 peněžní jednotka byla – bez poplatků – směnitelná za 1 gram zlata, měla by stanovený „deklarovaný zlatý obsah“ 1 gram. Takové peníze budu označovat termínem *zlaté peníze*.

### 4.1 Tržní a deklarované ceny zlata

Jednou z klíčových podmínek funkčnosti, resp. udržitelnosti zlatého systému, samozřejmě pouze v hypotetické podobě, je stabilita tržní ceny zlata na úrovni deklarované ceny. Jakékoli odchylky by měly dopady na množství zlatých peněz.

Vyšší tržní ceny zlata by za jinak stejných okolností vedly k uspokojování poptávky po zlatě za jinými než měnovými účely. Subjekty by preferovaly zpětnou směnu zlatých peněz do zlata u emitentů a následně jeho prodej na trhu.<sup>21</sup> Dokladem tohoto procesu je zlatý dolarový standard. Tržní cena začala převyšovat deklarovanou cenu 35 dolarů za trojskou unci a přes různé snahy (např. intervenční prodeje zlata z tzv. zlatého poolu) se cíle návratu na úroveň deklarované ceny nedařilo po určité době dosahovat. Emitenti zlatých peněz by přitom nemohli reagovat zvýšením deklarované ceny neboli *snížením zlatého obsahu*, tj. zlatou devalvací, neboť by tím zpochybnili samotný smysl zlatého systému. V zásadě by šlo o „zlehčování peněz“ tak, jak je známé u mincí z drahých kovů.

<sup>20</sup> Článek není zaměřen na zkoumání základních příčin krizí, možnosti řešení krizových situací ani na hodnocení používaných postupů.

<sup>21</sup> Prodej subjektům poptávajícím zlato v množství, které nelze zpětnou směnou získat. Jde o omezenou směnitelnost, např. v podobě „zlatého slitku“.

Nižší tržní ceny než deklarované ceny u emitentů – například v důsledku objevení nových bohatých nalezišť – by vedly k preferenci nabídky zlata emitentům zlatých peněz. Možné nákupy by pro emitenty byly samozřejmě ztrátové.

Dále musíme rozlišovat, zda by se v ekonomice kromě zlatých peněz používaly také zlatem nekryté a za zlato nesměnitelné, tj. *současné peníze*. V první variantě jde *výsadní oběh* zlatých peněz, druhou variantou je *souběžný oběh* zlatých a současných peněz.

#### 4.2 Výsadní oběh zlatých peněz

Předpokládejme, že zlatý systém se nějakým zázrakem podařilo v ekonomice zavést jako výsadní. Veškeré obíhající peníze jsou zlatými penězi. Může za této situace docházet k odchylkám tržních a deklarovaných cen? Ano, může, a také by k tomu docházelo.<sup>22</sup> Vysvětlení je primárně spojeno s *omezením směnitelnosti*.

Například poplatky ve výši 5 % zpětně směňovaného množství peněz by umožňovaly vyšší tržní ceny až o (téměř) 5 %. Omezení přes stanovené minimální množství zlata při zpětné směně by mohly vést k vyšším tržním cenám u zlata poptávaného v množství pod stanovenou hranicí. Vyšší tržní ceny by pak byly spojeny s efekty popsány v předchozí části.

Domnívám se, že hypotetické úvahy o zlatém systému by měly respektovat nemožnost *neomezené* směnitelnosti, ať již cestou poplatků, minimální spodní hranice množství zlata a řadou dalších potenciálních „skutečností“.<sup>23</sup>

#### 4.3 Souběžný oběh zlatých a současných peněz

Potenciální odchylky tržní cen od deklarovaných – vzhledem např. k rostoucím nákladům na těžbu především v podobě *vyšších* tržních cen – by byly zcela jistě výraznější při souběžném oběhu zlatých a současných peněz. Takový oběh je svým způsobem možný. Zjednodušeně, u nás by se do oběhu mohly dostat zlaté peníze až do výše zlatých zásob České národní banky v tržním ocenění. V našem případě ke konci září 2011 by představovaly podíl na *M1* ve výši odpovídající „procentu krytí“, tedy 0,63 %.<sup>24</sup> V současných penězích by se tržní ceny zlata samozřejmě mohly od deklarovaných cen u zlatých peněz měnit, přičemž kurs zlaté peníze / současné peníze by to nemusel reflektovat – současné peníze, resp. jejich kupní síla, nesouvisí se změnami tržních cen zlata.

Relativně vyšší tržní ceny v současných penězích by opět vedly k poptávce po zlatě u emitentů, a podíl, resp. význam zlatých peněz by klesal. Zde připomeňme, že ve zlatém systému – již bez ohledu na to, zda by byl výsadní či souběžný – by rozhodně nezanikla poptávka po zlatě za jinými než měnovými účely.

Navíc platí, že při očekávání dalšího *růstu* tržních cen zlata by se subjekty zdráhaly zlatými penězi platit. Vždyť i v současnosti, mají-li subjekty možnost výběru, preferují placení ve měně, u které očekávají její relativní znehodnocení.

<sup>22</sup> Toto tvrzení vzhledem k neexistenci takového systému pochopitelně nelze „dokázat“.

<sup>23</sup> Růst nákladů spojených s těžbou, zpracováním, pojištěním a dopravou zlata, asymetrie informací o „kvalitě emitentů“ zlatých peněz apod.

<sup>24</sup> Při souběžném stažení současných peněz prodejem zlata ČNB by procento krytí bylo nepatrně vyšší, neboť *M1* by se snížil o částku odpovídající tržnímu ocenění zlatých zásob ČNB (12,3 mld. Kč, tabulka 2).

#### 4.4 Vývoj tržních cen zlata

Nestabilita tržních cen zlata je další skutečností výrazně relativizující naděje zastánců zlata na zavedení a udržení zlatého systému. Jsem si vědom, že jde o určité spekulace, přesto se domnívám, že „zajistit“ stabilitu tržních cen zlata (na úrovni deklarovaných cen u emitentů) není snad ani hypoteticky možné. Ze všech výše uvedených důvodů lze obzvlášť zmínit poptávku po zlatě za jinými než měnovými účely a *růst* nákladů na těžbu „stále nedostupnějšího“ zlata.

Následující tabulka zachycuje údaje o vývoji spotové tržní ceny zlata kotované v Londýně v posledních pěti letech.<sup>25</sup>

**Tab. 4: Tržní ceny zlata za 1 trojskou unci (USD)**

Období	Minimální tržní cena	Maximální tržní cena	Období	Minimální tržní cena	Maximální tržní cena
2006	524,75	725,00	2009	810,00	1212,50
2007	608,40	841,10	2010	1058,00	1421,00
2008	712,50	1011,25	1-9/2011	1319,00	1895,00

Zdroj: Kitco (2011)

Bezprecedentní růst tržní ceny zlata v roce 2011 (o 44 % u maximální ceny) lze vysvětlovat různě. Pro nás je nevýznamnější vysoká volatilita cen.<sup>26</sup> Jen samotné úvahy oficiálních autorit o zavedení vazby peněz na zlato v podobě stanovení nějakého (nízkého) procenta krytí by jen těžko vedly k cenové stabilizaci; naopak, domnívám se, že by posílily různé měnové spekulace, což by se spíše projeвило v dalším kolísání tržních cen zlata.

### 5 Zlatý systém a zahraničí

Vyspělé i méně vyspělé tržní ekonomiky jsou již delší dobu vzájemně ekonomicky i finančně propojeny. Jakékoli úvahy o zlatém systému je proto nutné rozšířit o očekávatelné reakce zahraničí na změny v příslušné domácí zemi. Jsme stále samozřejmě pouze v oblasti pouhých hypotéz.

#### 5.1 Konkurenční schopnost

Zavedení zlatého systému v dané zemi by rozhodně nevedlo k nějakému ekonomickému rozkvětu, při v zásadě stabilní nabídce peněz spojenému s klesáním cenové hladiny. A již vůbec ne k tomu, že ekonomický vývoj by v zemích bez zlatého systému začal zaostávat.<sup>27</sup> Jsem přesvědčen o tom, že vývoj by byl přesně opačný, ekonomika se zlatým systémem by začala velmi rychle ztrácet konkurenční schopnost. Další efekty v podobě postupného přechodu bank a nebankovních subjektů na transakce v zahraničních měnách jsme si již uvedli v části 3.1.

<sup>25</sup> Při použití *nejvyšší* ceny – 1895 USD, 5. 9. a 6. 9., kurs CZK/USD 17,330 – by tržní ocenění zlatých zásob ČNB představovalo 13,2 mld. Kč. Vysoká volatilita cen zlata samozřejmě také dramaticky destabilizuje procenta krytí peněz zlatem.

<sup>26</sup> Příklad z roku 2011: 23. 8. tržní cena 1876 USD a 24. 8. 1770 USD, tj. pokles o 5,65 % za jediný den.

<sup>27</sup> Takové úvahy lze nalézt např. u de Sota (2006).

## 5.2 Zlatý oligopol

Budme idealisté a předpokládejme, že zlatý systém byl obnoven ve většině vyspělých ekonomik. Možný růst množství peněz v oběhu je spojen s „přísunem“ zlata emitentům. Pak je zřejmé, že ve světě vzájemně propojených ekonomik by vazba peněz na zlato poskytovala konkurenční výhody zemím s vysokými zásobami zlata a bohatými zlatými nalezišti.

Česká republika by na tom byla velmi špatně. Jakoby nestačily výhody spojené např. s ropnými nalezišti, *zastánci zlata chtějí množství peněz vázat na jiné nerostné bohatství*. Současné extrémní rozdíly by nemohly řešit ani měnové kursy, resp. nutné znehodnocení či devalvace národních měn, srov. tab. 3.

Podle mého názoru nelze požadavky vazby množství peněz na – zlaté – přírodní bohatství, zcela nerovnoměrně rozložené ve světě, obhájit. Vskutku nám nestačí ropný oligopol? V některých ropných ekonomikách obyvatelé „zlenivěli“ stejně tak, jak bylo možné pozorovat u „zlatých gigantů“ své doby, Španělska a Portugalska v 16. století, v souvislosti se zámořskými objevy a zlatým drancováním Ameriky. Opravdu chtějí zastánci zlata takovou „nespravedlnost“ imputovat do současného světa? Česká republika bez zlatých dolů by tak byla odsouzena do měnově podřízeného postavení, bez ohledu na schopnost a šikovnost našich firem i lidí.

## 5.3 Zlaté doly

Bohatost zlatých nalezišť ještě neznamená, že zlatem by primárně mohly disponovat příslušné země. Zde závisí na vlastnictví zlatých dolů jako hlavních zdrojů doplňování zlata za měnovými účely v ekonomice.

Soukromí vlastníci by se jednoznačně rozhodovali podle tržních cen. U dolů ve státním vlastnictví – nebo dolů nově znárodněných za účelem udržení zlatého systému – by o množství zlata určeného k dalším emisím peněz nebo prodejům na trhu rozhodoval kdo? Zřejmě „stát“. Máme zde další asymetrii, resp. nespravedlnost, a jsme již jen krůček od závěru, že zlatý oligopol by se nakonec mohl dostat až na úroveň „téměř monopolu“ zemí s bohatšími zlatými doly ve státním vlastnictví. To ale není právě ten „svobodný“ zlatý systém, jak si jej zastánci zlata představují.

## 6 Zlato, současnost a budoucnost

Úvahy o zavedení a udržení zlatého systému jsou zcela nereálné. Připomínám, že mám na mysli systém plného krytí emitovaných peněz, například v podobě M1, a samozřejmě peněz s omezenou směnitelností. Množství zlata je zcela nedostačující a názory typu, že na jeho množství nezáleží, nejsou udržitelné.

Celkové zásoby zlata v centrálních bankách a mezinárodních měnových institucích v roce 2010 činily necelých 29 000 tun.<sup>28</sup> Pokud se výrazně nezměnily, ke konci 3. čtvrtletí 2011 představovaly asi 1,55 bil. USD. Vztaheno pouze k M1 v USA to znamená necelých 75 %. Zásoby centrálních bank měly v posledních dvou dekadách klesající trend. Centrální banky zlato prodávaly na trzích, dokonce v takovém rozsahu, že s cílem limitování prodejů s ohledem na dopady (pokles) cen zlata uzavřely již tři tzv. Washingtonské dohody (1999, 2004, 2009). Na straně kupujících vystupují především soukromí investoři. V posledních

<sup>28</sup> Novější údaje nebyly k dispozici. Údaje z různých pramenů navíc nejsou stejné.

dvou letech došlo k nepatrnému zvýšení zásob zlata v centrálních bankách. Nejznámějším je příklad nákupu zlata indickou centrální bankou (200 tun v listopadu 2009) od Mezinárodního měnového fondu.<sup>29</sup>

Zlato je komoditou s extrémně volatilními tržními cenami a pro investory představuje především vysoce rizikovou investici. Vzhledem k postupnému vyčerpávání zlatých nalezišť – nedojde-li k objevení jiných – lze v *dlouhodobém* horizontu očekávat růst tržních cen zlata, ovšem stále s vysokými krátkodobými výkyvy. Růst tržních cen by na první pohled vedl k růstu podílu tržně oceněných zásob na množství peněz v té které ekonomice. Podmínkou je pomalejší růst množství peněz.<sup>30</sup>

## 6.1 Zlaté fragmenty v peněžním systému

V současnosti se s některými možnostmi používání zlata v peněžním systému setkat můžeme. Pomineme-li potenciální placení zlatem v šedé a černé ekonomice, jde především o „zlaté digitální systémy“.

Klient nakoupí prostřednictvím systému a nejčastěji za USD drahý kov a získá certifikát o vlastnictví. Současně mu je otevřen účet, ze kterého může v peněžních jednotkách systému provádět bezhotovostní platby ve prospěch jiných klientů systému. Peněžní jednotky může kdykoli směnit za drahý kov ve fyzické podobě s dodáním na požadované místo určení. Peníze systému jsou za nakoupené drahé kovy *omezeně* (přes poplatky) směnitelné za příslušný drahý kov, který byl ovšem nakoupený za americké dolary. V tomto smyslu nejde o emisi, ale pouze o výměnu dolarů za peněžní jednotky systému.

Tyto systémy nejsou žádnými bankami ani jejich konkurencí, jsou uzavřené a až na naprosté výjimky neregulované. Obě skutečnosti jednoznačně brání potenciálnímu zvýšení významu systémů.<sup>31</sup> Navíc platí, že při růstu tržní ceny zlata nad úroveň ceny, za kterou klient systému zlato nakoupil, není výhodné prostřednictvím peněz systému platit, pokud se v minimálně stejném rozsahu nesníží ceny výrobků přes tento systém nabízených.

Dalším, zcela výjimečným, projevem role zlata jsou právní úpravy v některých státech USA z poslední doby (Utah, Virginia), které přímo povolují placení ve *zlatých mincích*. Tyto platby jsou na rozdíl od převodů zlata osvobozeny od daní. Není zatím zřejmé, zda příjemci nově naražených zlatých (a stříbrných) mincí budou muset akceptovat mince podle nominální nebo tržní hodnoty. V prvním případě platí obdobná poznámka jako z předchozího odstavce – při růstu tržní ceny nad nominál je placení mincemi nevýhodné. Ve druhém případě vzniká otázka, která tržní cena by měla být rozhodující nebo zda by se kupující s prodávajícím měli na tržní ceně vzájemně dohodnout.

Netvrdím, že tyto problémy nejsou řešitelné, i přesto však nelze uvažovat o nějakém významnějším průniku zlata do peněžního systému. Jde o *hotovostní* platby, které v současném světě s jednoznačně objemově dominujícími bezhotovostními platbami zůstanou pouhou raritou.

<sup>29</sup> Zlato nakupují další centrální banky, především čínská a ruská. Nikoli za účelem krytí peněz, ale především z důvodu diverzifikace vysokých devizových rezerv v USD a obav ze znehodnocování dolaru.

<sup>30</sup> Příklad: USA na konci roku 2008 – tržní cena trojské unce zlata 860 USD, *M1* 1630 mld. USD, krytí 14 %. Poslední dekáda září 2011 – tržní cena (srov. tab. 2) 1667 USD, tj. vyšší o 94 %, a krytí „jen“ 21 %.

<sup>31</sup> Pravděpodobně zdaleka největší z těchto systémů disponuje asi 18 tunami zlata a 19 tisíci účtů klientů. Údaje nelze ověřit, a většina systémů je ani nezveřejňuje.



## 6.2 Zlato jako kursová kotva

Na podzim roku 2010 na několik dní rozčeřil zlaté vody prezident Světové banky Robert Zoellick, když navrhl zvažovat zavedení *modifikovaného* zlatého standardu. Jak z následující charakteristiky vyplývá, ve skutečnosti šlo o návrh zavedení *modifikovaného brettonwoodského systému měnových kursů* (srov. část 1.5). Rozhodně tedy nešlo o „zavedení zlatého standardu“, jak bylo běžně prezentováno v tisku. Návrh v žádném případě nesměřoval k nějakému zavedení (minimálního!) krytí peněz či jejich povinné směnitelnosti za zlato.

Navržený modifikovaný systém měl zahrnovat měny vůdčích ekonomik (USA, Evropská měnová unie, Japonsko, Velká Británie a Čína). Měny měly být globálně obchodovány bez omezení kapitálových pohybů a jejich vzájemné kursy měly reflektovat tržní ceny zlata. Je otázkou, zda by se především Čína vzdala své vlastní kursové politiky spojené s uměle podhodnocenou národní měnou. Skutečností je, že návrh nebyl podrobněji prezentován a zanikl stejně rychle, jako se objevil. Obdobný konec měly podobné návrhy, které dále „modifikovaly“ původní návrh směrem k „cenovému koši komodit“ primárně určujících měnové kursy – zlato mělo být jednou z těchto (až třiceti) komodit.

Na tyto návrhy se podle mého názoru vztahují prakticky stejné námitky jako u zlatého systému, především volatilita tržních cen. Kursové ukotvení by nejenže nemuselo vést ke kursové stabilizaci, ale dokonce by ji mohlo zvyšovat. Zastánci minimálních zásahů státu do ekonomiky (zde do kursové oblasti) by podobné návrhy navíc měli jednoznačně odmítnout, neboť by šlo o – státy organizovanou – regulaci měnových kursů.

## 6.3 Varianty krytí peněz

Zastánci zlata a v širším pojetí zastánci „svobodného bankovníctví“ požadují – někdy jako první krok na cestě k zavedení zlatého systému – zrušení zákonného platidla a umožnění emise *vlastních peněz* různými emitenty. U zastánců zlata jde samozřejmě o peníze kryté zlatem. Někteří „svobodní bankéři“ nebývají tak striktní a požadují krytí peněz „vhodnými komoditami“, souborem komodit či dokonce „dostatečně vysokými rezervami“, tj. méně než 100 % ve vztahu k množství emitovaných peněz (srov. Dowd, 1988, Hayek, 1990, White, 1999, Hülsmann, 2003).

Domnívám se, že *vhodné komodity* by měli rozpracovat především jejich zastánci. Pravděpodobně by šlo o jiné „vhodné“ drahé kovy (stříbro, platina). Při možné kombinaci se zlatem bychom se „přesunuli“ do systému *bimetalismu* nebo snad *trimetalismu*, kde by ovšem opět platily základní námitky – nedostatečné množství, nerovnoměrné rozložení nalezišť a cenová volatilita. Navíc by se znovu objevil problém známý s historickým souběžným oběhem zlatých a stříbrných mincí, a to nestabilita vzájemných cenových poměrů mezi nimi (podrobně Revenda, 2010, kap. 4.2). Další vhodnou komoditou by snad mohly být diamanty, základní námitky se však nemění. Lze si představit také krytí „dostatečně kvalitními“ cennými papíry či zahraničními měnami, ale šlo by o krytí, jehož varianty – za situace *nepovinného* krytí a směnitelnosti – známe i v současnosti. Stačí nahlédnout do bilance naší centrální banky – podíl měnové báze na devizových rezervách (bez rezervní pozice u MMF) ke konci 3. čtvrtletí 2011 činil 111,3 %, tj. krytí téměř 90 %.

Míra *dostatečně vysokých rezerv*, např. k běžným vkladům v bankách, je diskutabilní. Na rozdíl od krytí zlatem jde technicky o schůdnou variantu. Změnit sazbu lze kdykoli, rozsah jejího zvýšení by však musel být bankám oznámen s dostatečným časovým předstihem, aby se mohly přizpůsobit. U nás by zvýšení sazeb *povinných minimálních rezerv* z běžných

vkladů a dalších vkladů, ke kterým jsou rezervy vymezeny, mohlo být do výše celkových rezerv, ovšem za bankovní systém jako celek. Některé banky by s takovou sazbou mohly mít značné problémy. Sazba 2 % představuje cca 50 mld. korun, celkové rezervy jsou 400 mld. korun – nová sazba by mohla být až 16 %. Pozdější sazby by se postupně mohly zvyšovat až na nějakou „dostatečnou úroveň“. Zdůrazňuji, že to nepovažuji za příliš vhodné, sazby mají přímý dopad na multiplikační proces tvorby peněz druhým stupněm bankovního systému a jejich zvyšování by se nepochybně projevilo na výrazném omezování nabídky bankovních úvěrů v ekonomice.

Z hlediska zaměření článku jsou nejpodstatnějšími technická schůdnost a odstranění výše zmíněných problémů se zlatem, a přitom stejná účinnost. Samozřejmě by musely být splněny další předpoklady, kromě uvedeného času k adaptaci bank především dohoda mezi (nejvyspělejšími) zeměmi na přibližně stejné výši sazeb rezerv. Potenciální námitky *kontroly* plnění rezerv jsou navíc nesrovnatelně slabší. Clearingové centrum, například v centrální bance, má dokonalý přehled o aktuálních rezervách bank – než u nutné *fyzické* (a permanentní) kontroly zlatých zásob u bank, resp. emitentů.

## Závěr

Kolem zlatého standardu a významu zlata se točí až nezvykle velký počet mýtů. Zlatý standard měl více podob a úvahy o jeho obnovení proto musejí být doprovázeny specifikací konkrétní podoby. Zlato ani zdaleka nehrálo v peněžní historii tak dominantní roli, jak se uvádí, a již vůbec neplnilo funkce peněz bez větších problémů. Emise zlatých peněz v podobě mincí a později peněz krytých zlatem byly extrémně ovlivňovány panovníky, resp. státy.

Peníze v systému „svobodného bankovníctví“ nebyly plně kryté zlatem, a to nikoli z důvodů nějakých podvodů bankéřů, ale především z důvodu *trvale rostoucí poptávky po penězích v souvislosti s ekonomickým růstem*. Systém byl nepřehledný, neexistoval delší dobu a jeho zánik byl kromě nepochybného důvodu mocenských zájmů spojen s dalšími důvody. Kromě uvedené nepřehlednosti šlo především o teritoriální omezení platnosti bankovek a časté úpadky emitujících bank. Navíc to byl systém výhradně spojený s hotovostními penězi.

Vznik bezhotovostních peněz, centralizace emise bankovek, rozvoj významu centrálních bank, nové platební instrumenty, elektronizace platebního styku a mnoho dalších skutečností, opět včetně rostoucí poptávky po penězích, byly a jsou základními ekonomickými důvody opouštění vazby peněz na zlato. Jakékoli teoretické konstrukce o tom, jak by zlatý standard v nějaké významnější formě mohl být obnoven, jsou zastánci zlata prezentovány bez komparace s realitou. Snad nejznámějším příkladem takto vysokého stupně abstrakce jsou tvrzení, že na množství zlata ke krytí peněz nezáleží.

Diskuse a polemika se zastánci zlata je obtížná a v některých případech postrádá smysl. Pominu-li naprostou zmatečnost termínů, zlaté představy o současném světě jsou „poněkud nerealistické“. A ani v „čisté teorii“ nedokážou zastánci zlata na většinu otázek nalézt srozumitelné odpovědi. Na některé z otázek jsem se snažil odpovědět sám, zda a do jaké míry se mi to podařilo, může hodnotit pouze čtenář. Vzhledem k předchozím negativním zkušenostem si dovoluji vyjádřit osobní přání.

Článek je pouze stručným přehledem a základní analýzou a neobsahuje komplexní argumentaci ani všechny problémy spojené se zlatem. Potenciální kritiky žádám, aby moje argumenty dále „nedomyšleli“ podle vlastního uvážení (s cílem je následně odsoudit) nebo aby je dokonce nepřekrucovali. Každá námitka, pokud je to možné, by pak měla být

podepřena konkrétními údaji. Proklamace typu zavedeme zlatý standard a zaniknou krize, skutečně nemají ani v ekonomické teorii žádný smysl.

Zlato zůstane „normálním zbožím“ s příslušnými tržními cenami a jednou z variant finančních investic. Problémy světa nám nevyřeší a v peněžním systému patří do historie. *Za problémy žádné peníze nemohou, můžeme za ně my sami lidé.*

To vůbec neznamená, že by současný systém založený na dvoustupňovém bankovníctví neprocházel krizí. Záchrané akce z „kapes daňových poplatníků“ jsou ve velké míře zaměřeny na záchranu peněz v „kapsách daňových poplatníků“ – vkladatelů, majitelů životních pojistek aj. Nad vši pochybnost mají i vysoce negativní důsledky, své oběti i vítěze, a umožňují „soukromé zisky a veřejné ztráty“. Ale to je již jiný příběh.

## Literatura

- [1] ČNB (2011a): *ČNB – dekádní bilance 3. čtvrtletí 2011*. [on-line], Praha, Česká národní banka, c2011, [cit. 30. 10. 2011], <[http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/dekadni\\_bilance/dekadni\\_bilance\\_archiv/2011/dekadyq3\\_2011.html](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/dekadni_bilance/dekadni_bilance_archiv/2011/dekadyq3_2011.html)>.
- [2] ČNB (2011b): *Měnový přehled*. [on-line], Praha, Česká národní banka, c2011, [cit. 30. 10. 2011], <[http://www.cnb.cz/cs/statistika/menova\\_bankovni\\_stat/narodni\\_stat\\_data/mp.htm](http://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/narodni_stat_data/mp.htm)>.
- [3] Dowd, K. (1988): *Private Money*. London, Institute of Economic Affairs, Hobart Paper 112, 1988.
- [4] Durčáková, J. – Mandel, M. (2010): *Mezinárodní finance*. Praha, Management Press, 2010.
- [5] Federal Reserve System (2011a): *Aggregate Reserves of Depository Institutions and the Monetary Base*. [on-line], Washington, D. C., Board of Governors of the Federal Reserve System, c2011, [cit. 30. 10. 2011], <<http://www.federalreserve.gov/releases/h3/current/h3.htm>>.
- [6] Federal Reserve System (2011b): *Money Stock Measures*. [on-line], Washington, D. C., Board of Governors of the Federal Reserve System, c2011, [cit. 30. 10. 2011], <<http://www.federalreserve.gov/releases/h3/current/h3.htm>>.
- [7] Fisher, I.: *Purchasing Power of Money*. New York, The Macmillan Company, 1911.
- [8] Gavin, W. T. (2009): *More Money: Understanding Recent Changes in the Monetary Base*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2009, roč. 91, č. 2, s. 49-59.
- [9] Hayek, von, F. A. (1990): *Denationalisation of Money*. London, Institute of Economic Affairs, Hobart Paper Special 70, 1990.
- [10] Hülsmann, J. G. (2003): *Has Fractional-Reserve Banking Really Passed the Market Test?* The Independent Review, 2003, roč. 7, č. 3, s. 399-422.
- [11] Kitco (2011): *GOLD 2011 London PM Fix – USD*. [on-line], Montreal, Kitco, c2011, [cit. 10. 10. 2011], <<http://www.kitco.com/charts/historicalgold.html>>.
- [12] Kovanda, L.: *Příběh dokonalé bouře*. Praha, Mediacop 2009.
- [13] Revenda, Z. (2010): *Peníze a zlato*. Praha, Management Press, 2010.

- [14] Revenda, Z. (2009): *Monopoly centrálních bank a emise peněz.* Politická ekonomie, 2009, roč. 57, č. 5, s. 579-600.
- [15] Soto, de, J. H. (2006): *Money, Bank Credit and Economic Cycles.* Auburn, Ludwig von Mises Institute, 2006.
- [16] Šíma, J. (2010): *Svět bez inflační daně.* Euro, 2010, roč. 13, č. 18, s. 22.
- [17] Velde, F. R. (2002): *Following the yellow brick road: How the United States adopted the gold standard.* Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, 2001, roč. 26, č. 2, s. 42-58.
- [18] White, L. H. (1999): *The Theory of Monetary Institutions.* Oxford, Blackwell, 1999.
- [19] World Gold Council (2011): *Investments. Statistics.* [on-line], London, World Gold Council, c2011, [cit. 10. 10. 2011], < <http://www.gold.org/investment/statistics/>>.

## **Role zlata v peněžním systému**

*Zbyněk Revenda*

### **ABSTRAKT**

V souvislosti s finanční krizí se objevily rovněž návrhy na obnovení role zlata v peněžním systému. Šlo především o možnost jeho využití jako nominální kotvy nebo aktiva, na které by byly vázány měnové kursy nejvýznamnějších a nejpoužívanějších měn. V článku jsou tyto a další možnosti analyzovány. Jsou popsány různé historické formy peněz a zlatého standardu a s pomocí konkrétních číselných údajů je analyzována potenciální role zlata ke krytí emitovaných peněz. Podle názoru autora patří význam zlata v měnovém systému nevratně do historie.

**Klíčová slova:** Bankovní regulace a dohled; Centrální banka; Historie peněz; Měnová rada; Měnový kurs; Zákonné platidlo; Zlato; Zlatý standard.

## **The Role of Gold in the Monetary System**

### **ABSTRACT**

In recent years, as a result of the financial crisis, several proposals have been put forward to restore some role for gold in the monetary system. In particular, there has been a proposal to employ gold as a nominal anchor or asset for the exchange rates between the most important and tradable currencies in the world. This suggestion, along with alternatives is analyzed in the article. The author describes different historical systems of money, the gold standard and, using concrete figures, the potential role of gold in backing-up issued money. It is the author's conviction that the role of gold in the monetary system inevitably belongs to history.

**Key words:** Banking regulation and supervision; Central bank; Currency board; Exchange rate; Gold; Gold standard; History of money; Legal tender.

**JEL classification:** E42, E5, G2