

Úvod > O ČNB > čnBlog

14. 11. 2016 | [Král Petr](#)

Bankovky a mince

Hospodaření ČNB

Měnová politika

Oslabení koruny

Nárůst bilance ČNB neznamena tištění nových peněz

Někteří komentátoři popisují nekonvenční měnovou politiku centrálních bank značně zavádějícím způsobem, a to tak, že jde o masivní „tištění nových peněz“, které zakládá na vznik hyperinflace v budoucnosti. Jelikož bývá tato zkreslující charakteristika používána i pro popis současné měnové politiky ČNB, považují za potřebné uvést věci na pravou míru.

Pro tento účel si ale musíme nejprve objasnit, co vlastně jsou a co naopak nejsou peníze, připomenout si jejich obvyklou definici i to, jak a kde vznikají a jak s tím vším souvisí měnová politika.

Penězi, nebo též peněžní zásobou, se v moderních ekonomikách obvykle rozumí souhrn hotovostního oběživa vydaného centrální bankou, které se nachází v rukách domácích nebankovních subjektů, a vkladů těchto subjektů u tuzemských bank. Rozvoj bankovního systému a technologický pokrok však vedly časem k tomu, že je dnes většina peněz a finančních transakcí bezhotovostních. Hotovostní peníze (bankovky a mince), na jejichž emisi má centrální banka výhradní monopol, jsou proto na relativním ústupu. Ale to spíše jen tak na okraj.

Množství peněz v oběhu

Bezhotovostní peníze, neboli vklady firem a domácností u bank, jsou v moderní době tvořeny úvěrovou činností těchto peněžních ústavů, které poskytnutím úvěru svému klientovi v tentýž okamžik vytvoří depozitum ve stejné výši. To pak žije dál svým životem, dokud nezanikne například tím, že daný subjekt svůj úvěr u banky splatí. Vývoj úvěrů, vkladů a celé peněžní zásoby pak souvisí s celkovým objemem transakcí v ekonomice, výší klientských úrokových sazeb a dalšími fundamentálními faktory, které vstupují do rozhodování domácností, podniků a bank ohledně optimální tvorby a držby peněz. Množství bezhotovostních (i hotovostních) peněz v oběhu se průběžně přizpůsobuje potřebám ekonomiky. Peníze tak obsluhují plynulý oběh zboží, služeb a kapitálu, aniž by je centrální banka přímo usměřovala. Ano, je to skutečně tak! **Množství peněz v oběhu není nástrojem měnové politiky centrální banky, a to ani množství těch hotovostních, které centrální banka sama vydává.** Platí však, že objem transakcí a peněz vytvořených v ekonomice odráží mimo jiné nastavení nástrojů měnové politiky, tedy úrokových sazeb a měnového kurzu. Tyto své nástroje nastavuje centrální banka naopak zcela záměrně a systematicky, a to za účelem dosahování svého zákonného mandátu. Tím je v případě ČNB péče o cenovou stabilitu, která je definována dvouprocentním inflačním cílem. Takto tedy ve zkratce funguje moderní měnová politika.

Mimochodem, objem hotovostního oběživa v posledních letech v ČR setrvale bez velkých výkyvů roste, a to spolu se zvyšováním spotřeby domácností. Růst celkového množství peněz v oběhu, tedy peněžního

agregátu M3, se v letošním roce stabilizoval na necelých 10 %, což odráží zrychlení růstu úvěrů domácnostem na bydlení i na spotřebu při současném zvolnění růstu podnikových úvěrů. **Svižný, ale nikoliv překotný růst množství peněz v oběhu odpovídá současné fázi hospodářského cyklu a uvolněným měnovým a úvěrovým podmínkám.**

Co jsou vklady u centrální banky?

Je-li nám jasné, co jsou peníze, které vklady se do nich zahrnují a jak s tím souvisí měnová politika, pak je obzvláště důležité si uvědomit, že vklady obchodních bank u centrální banky se do peněžních agregátů nezapočítávají. Jinými slovy, samotné banky nepatří do tzv. sektoru držby peněz a své vklady u centrální banky (pokud je nevyberou v hotovosti) používají pouze k bezhotovostnímu mezibankovnímu platebnímu styku. Co jsou tedy tyto jejich vklady zač?

Věc se má tak, že ve vývoji zůstatků komerčních bank na účtech u centrální banky (takzvaných rezerv) se vedle dlouhodobých vlivů průběžně zrcadlí také změny měnové politiky centrální banky a konkrétního způsobu jejího provádění. To znamená nastavení měnověpolitických nástrojů, kterými centrální banka skrze finanční trhy ovlivňuje rozhodování firem a domácností o spotřebě, úsporách, investicích, vývozech a dovozech. V delším období pak výše rezerv bank u centrální banky koresponduje s celkovým množstvím likvidity (rezerv) v bankovním sektoru. Tedy s tím, jestli je systém jako celek charakterizován přebytkem, či naopak nedostatkem likvidity, a zda tedy centrální banka likviditu obchodním bankám dodává, nebo ji od nich naopak stahuje. **Součet hotovostního oběhiva vydávaného centrální bankou a rezerv obchodních bank držených u centrální banky se nazývá měnovou bází, která je významnou součástí celkových pasiv bilance centrální banky.**

Fungování současné české měnové politiky

Jak tedy v tomto kontextu momentálně funguje česká měnová politika? Intervence ČNB na udržování jejího kurzového závazku probíhají tak, že ČNB na trhu nakupuje od bank zahraniční měnu (eura). Proti tomu – někdo říká stiskem tlačítka – emituje bezhotovostní korunovou likviditu, která nemůže skončit nikde jinde než na účtech komerčních bank vedených u ČNB. **Na nákup cizí měny (ale např. i cenných papírů) může ČNB použít bezhotovostní rezervy obchodních bank v nekonečném množství, neboť je podle potřeby – takřkajíc „na požádání“ finančního systému, potažmo celé ekonomiky – vytváří.** Emitovaná bezhotovostní korunová likvidita následně směřuje do měnověpolitických operací, které s komerčními bankami provádí ČNB za účelem ošetřování přebytku likvidity v bankovním sektoru. Pro zajímavost – v české ekonomice byl z historických důvodů přebytek bankovních rezerv (likvidity) již dávno před zahájením intervencí v listopadu 2013. Objem likvidity stahované ČNB se v současnosti pohybuje okolo 1 200 mld. korun, z čehož zhruba polovina jde na vrub nově vytvořených rezerv bank v důsledku intervencí ČNB v posledních třech letech. Za tu dobu narostla bilance ČNB v poměru k HDP z necelých 25 % na více než 40 %.

Nejde o závod v tištění peněz

Došlo k tomu prostřednictvím významného nárůstu měnové báze ČNB, podobně jako tomu bylo v souvislosti s nekonvenčními měnovými politikami v případě ECB, Bank of England, Fedu či Švýcarské

národní banky. **O žádném „závodu v tištění peněz“ mezi centrálními bankami se ale v tomto případě hovořit nedá, protože růst oběživa ani celkových peněžních agregátů v žádné z uvedených ekonomik nevybočil z obvyklých mezí.**

Rezervy komerčních bank uložené v centrální bance, které ČNB emituje proti nákupu deviz v rámci intervencí, prostě nelze zaměňovat za peníze v oběhu. Výše těchto rezerv neovlivňuje peněžní zásobu, neboť nemá bezprostřední vazbu ani na množství hotovostního oběživa, ani na výši klientských vkladů u bank. Peněžní báze ani peněžní zásoba navíc nevykazují žádnou stabilní vazbu na vývoj ekonomické aktivity a cenové hladiny.

Současná měnová politika ČNB, přiměřeně uvolněná prostřednictvím kurzového závazku a nízkých úrokových sazeb, podporuje návrat inflace ze dna k cíli. A právě jeho udržitelné plnění je zásadním předpokladem pro návrat ke „standardní“ měnové politice. Aktuálně pozorovaný růst domácí měnové báze a bilance ČNB tedy v tomto kontextu není – a ani nemůže být – nikterak alarmujícím signálem z hlediska udržitelnosti vývoje české ekonomiky a plnění cíle ČNB. **Kdyby totiž mělo mít toto takzvané „tištění peněz“ ony hyperinflační účinky, které mu někteří komentátoři přisuzují, pak by zřejmě švýcarská ekonomika byla již dávno z deflace venku.** Má totiž za sebou období, kdy se bilance její centrální banky v poměrně krátkém čase mnohonásobně zvýšila, a to až na 80 % HDP.

Metodická poznámka na závěr:

Vliv na výši peněžní zásoby nemá ani samotná konverze devizových vkladů tuzemských klientů u domácích komerčních bank do korunových depozit. Ta je totiž tvořena úhrnou výší korunových i cizoměnových vkladů, která zůstává uvedenou operací nedotčena. Korunové vklady nerezidentů vedené u domácích bank a vytvořené zde v souvislosti s přílivem kapitálu za zahraničí peněžní zásobu rovněž neovlivňují, protože se do ní zahrnují pouze vklady českých subjektů.

P.S. Zájemcům o vysvětlení téhož v poněkud netradičním provedení doporučuji přečíst si paralelně zveřejňovaný [článek kolegy Tomáše Holuba](#), ředitele sekce měnové. Oba texty tvoří kompaktní „dvojblog“.