

Úvod > O ČNB > čnBlog

15. 1. 2018 | [Holub Tomáš](#) [Král Petr](#) [Saxa Branislav](#)

Hospodaření ČNB

Měnová politika

Oslabení koruny

Množství peněz určuje ekonomika, nikoli centrální banka

V souvislosti s kurzovým závazkem, který ČNB ukončila v dubnu 2017, se opakovaně objevovala a stále objevují vyjádření na téma masivního „tíštění“ peněz centrální bankou. Osvětě v tomto směru se na platformě čnBlogu věnovali již v minulosti Tomáš Holub ([blog](#)) a Petr Král ([blog](#)). Ukazuje se nicméně, že tato problematika stále zůstává předmětem nepochopení. A toto nepochopení občas ústí do vyloženého strašení veřejnosti budoucí vysokou inflací, finančními bublinami nebo kombinací obojího. Proto se na celou věc v tomto příspěvku podíváme znovu, a to trochu z jiného úhlu.

Na úvod několik suchých faktů o vývoji bilance ČNB a množství peněz v oběhu

Bilance ČNB vlivem kurzového závazku skutečně významně narostla. Od podzimu 2013 do dubna 2017 se v poměru k HDP ztrojnásobila z 22 % na 67 %. Nárůst byl na straně aktiv dán zvýšením devizových rezerv. Na pasivní straně bilance ČNB se tento nárůst odehrál dominantně v rezervách (vkladech) komerčních bank uložených u centrální banky. Rezervy/vklady bank u banky centrální se – jak jsme vysvětlili ve starších blogových příspěvcích – do peněžní zásoby nepočítají. Důvod je jednoduchý: lidé ani firmy (jako tzv. sektory držby peněz) nemohou tyto rezervy bank použít k placení mezi sebou navzájem, k platbám na účet státu či do zahraničí ani ke splácení úvěrů bankám. Oběživo, které je také položkou bilance centrální banky, jako jediné se fyzicky „tiskne“ a na rozdíl od rezerv je součástí peněžní zásoby, ve stejném období pokračovalo v umírněném a rovnoměrném růstu. Jeho poměr k HDP se tak zvýšil jen nepatrně, a to z 10 % na 11 %.

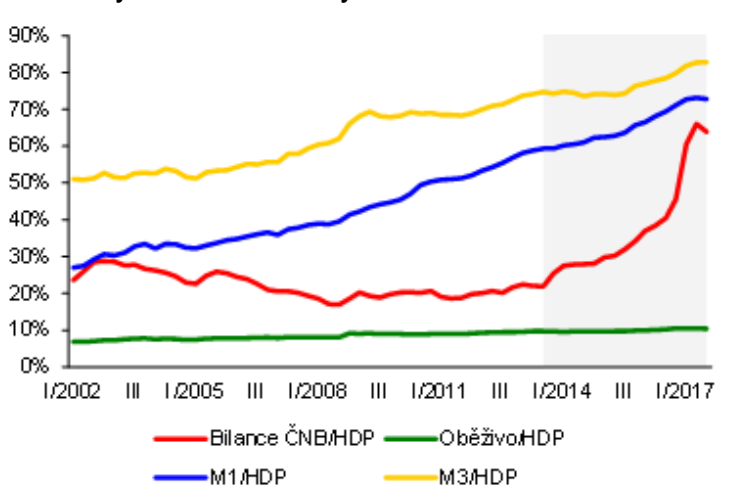
A jak se tedy v období kurzového závazku vyvíjela úhrnná peněžní zásoba? Lépe řečeno, jak se od té doby urychlil trend tzv. monetizace naší ekonomiky, která vyjadřuje, kolik peněžních jednotek je potřeba pro obsluhu jedné jednotky ekonomické aktivity? Ani tady to není žádné drama. Od října 2013 do dubna 2017 narostl peněžní agregát M1, který zahrnuje jak oběživo, tak jednodenní vklady v komerčních bankách, v poměru k HDP z necelých 60 % na 73 % (viz Graf 1). Uvedený poměr tak pokračoval v mírně rostoucím trendu předchozích let bez výraznějších výkyvů. Agregát M3, tj. široce definovaná peněžní zásoba, vzrostl v poměru k HDP za tuto dobu dokonce ještě méně výrazně, a to ze 73 % na 83 %. Jeho předchozí růstový trend, který je pro konvergující ekonomiku našeho typu naprosto přirozený, se totiž nejprve na nějakou dobu zastavil a znovu se obnovil až počínaje rokem 2015.

Může být takový vývoj signálem něčeho nezdravého nebo dokonce nebezpečného? Nikoliv. Množství peněz v období kurzového závazku rostlo jen o něco rychleji, než je historický průměr. Jeho vývoj přitom odpovídal faktu, že (nejen) díky kurzovému závazku došlo v letech 2014–2017 nejprve k obnově a

následně k dynamickému zrychlení ekonomického růstu.¹ S tím vzrostla i poptávka firem a domácností po úvěrovém (pro)financování rostoucí ekonomické aktivity. To se, jak si ukážeme v další části tohoto příspěvku, muselo nutně projevit v nárůstu množství peněz v oběhu. Toto byl ostatně jeden z nepřímých kanálů, jimiž měl kurzový závazek zapůsobit, a je ho tedy třeba vnímat pozitivně.

Na závěr této úvodní části ještě z evidenčních důvodů doplníme, že v období před ukončením kurzového závazku přispěl ke zrychlení růstu peněžní zásoby i jeden specifický vliv, a to změny ve skladbě portfolií nebankovních investorů. Příliv kapitálu ze zahraničí související s kurzovým závazkem stlačil výnosy českých státních dluhopisů do záporných hodnot. To motivovalo domácí institucionální investory k přesunu prostředků ze státních dluhopisů do krátkodobých produktů komerčních bank. Tyto instrumenty, konkrétně jednodenní vklady a repo obchody, jsou na rozdíl od státních dluhopisů zahrnuty do peněžního agregátu M3. Lidově řečeno, instituce typu pojišťoven či penzijních fondů raději prodaly státní dluhopisy převážně zahraničním investorům a dočasně si peníze uložily do bank. Uvedený faktor proto vedl v první polovině roku 2017 k dodatečnému zrychlení mezitříměsíčního růstu peněžního agregátu M1 na cca 14 % a M3 na necelých 13 %. Tento nárůst peněžní zásoby však pochopitelně neměl žádné inflační dopady, protože pojišťovny či penzijní fondy samozřejmě nezačaly tyto nové peníze masivně utrácet, nechávaly je ležet na svých účtech. Zároveň šlo o jednorázový faktor, jehož vliv rychle odeznívá. Dynamika uvedených peněžních agregátů proto v závěru roku 2017 postupně klesla zpět k hodnotám kolem 10 %, které jsou pro naši zemi dlouhodobě obvyklé.

Graf 1: Přestože bilance ČNB během kurzového závazku významně narostla, trend monetizace ekonomiky se zásadně neurychlil



Poznámka: Šedá plocha označuje období platnosti kurzového závazku.

Nelze-li tedy evidentně prokázat vazbu mezi růstem bilance centrální banky a vývojem peněz v oběhu empiricky, je přirozené se ptát, čím je vlastně vývoj peněžních agregátů v moderní ekonomice našeho typu ovlivňován a jak s tím souvisí měnová politika. V dalších částech textu si proto názorně vysvětlíme, proč je růst peněžní zásoby dominantně spojen s vývojem úvěrů, a současně si při tom ukážeme, jak aktivní roli v celém procesu hraje (nebo lépe řečeno nehraje) bilance centrální banky.

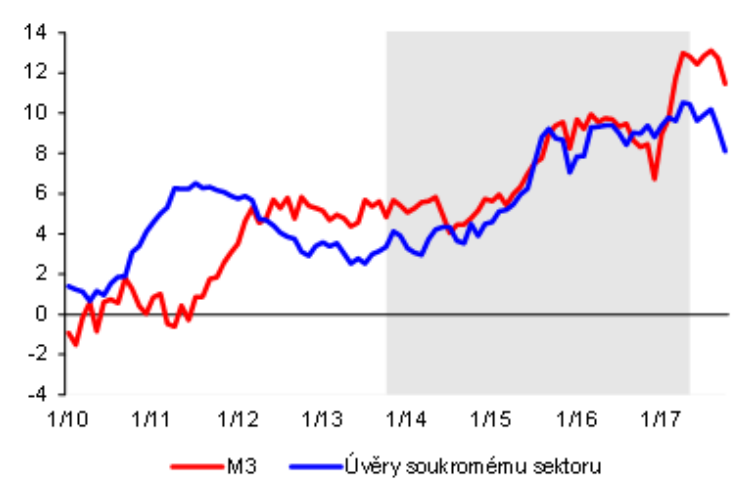
Čím se řídí množství peněz v oběhu?

To zásadní (a pro někoho možná šokující) sdělení nechť přijde raději hned na úvod: Centrální banka množství peněz v oběhu prostě a jednoduše nekontroluje. Toto množství se pružně přizpůsobuje potřebám ekonomiky. Velikost bilance centrální banky s tím vším také nijak bezprostředně nesouvisí a obecně neexistuje žádná „správná“ velikost této bilance. Ve vývoji peněz se totiž bezprostředně odráží výhradně ekonomické rozhodování a chování domácností a firem, jejichž poptávku po úvěrech uspokojuje soukromý bankovní sektor. Peníze vznikají typicky v momentě, kdy komerční banka poskytne nějakému člověku či firmě úvěr. Na účet takového klienta připiše banka částku ve výši poskytnutého úvěru a o takto vytvořený (či navýšený) vklad se ve stejném okamžiku zvýší i peněžní zásoba. Ano, chápete správně, banka nepůjčuje peníze, které má uloženy někde jinde (mysleli byste zřejmě, že nejspíše v centrální bance, že?), respektive nepůjčuje ani již existující vklady. Ve skutečnosti při poskytnutí úvěru vytvoří „tahem pera“ či ťuknutím do klávesnice peníze zcela nové, které tu dosud nebyly. A teď tu zničehonic jsou. Tím se banky zásadně liší od tzv. nebankovních poskytovatelů půjček, a proto také tradičně podléhají podstatně přísnějším pravidlům.

Nyní se někteří ze čtenářů možná vydělali, že k penězům lze přijít takto snadno. Normální člověk – autory tohoto textu nevyjímaje – se přeci musí dennodenně plahočit v práci, aby poctivým způsobem peníze vydělal. Jenže v tomto případě jde o peníze ve smyslu čistého bohatství, které získáváme výměnou za svou práci. Pokud někdo „přijde k penězům“ tak, že si vezme úvěr, nijak tím nebohatne. Abychom tedy čtenáře uklidnili, jedním dechem dodáváme, že přesně to se děje při tvorbě peněz bankovním sektorem. Současně s připsáním nových peněz na účet klienta totiž vznikne v tentýž moment jeho závazek vůči bance, která mu úvěr poskytla. Čisté bohatství (čistá finanční aktiva) klienta ani jeho banky se proto v danou chvíli nijak nezmění. Jinak řečeno, samotná emise nových vkladů bankovním sektorem není v daný moment operací ziskovou ani pro jednu ze zúčastněných stran, a proto na ni nelze pohlížet jako na něco nepřírozeného či dokonce nemorálního a zavrženíhodného.

Je všeobecně známo, že v posledních letech v naší zemi sledujeme zvýšenou poptávku firem po úvěrech na provozní kapitál, na financování investic, případně profinancování fúzí či akvizic. Stejně tak díky zvýšenému optimismu domácností pramenícímu ze silného trhu práce a rostoucích příjmů vzrostla jejich poptávka po úvěrech na financování nákupů nemovitostí či dodatečného nárůstu spotřeby. Ekonomická situace si jednoduše vyžádala zvýšenou tvorbu úvěrů a firmy a domácnosti si prostě přišly do bank půjčit více peněz. A banky tyto nové úvěry rády poskytly (viz Graf 2).

Graf 2: Nové peníze vznikají dominantně v momentě, kdy komerční banka poskytne úvěr



Poznámka: Šedá plocha označuje období platnosti kurzového závazku.

Poznámka: Graf zobrazuje roční míry růstu peněžního agregátu M3 a úvěrů soukromému sektoru v procentech.

Jak to v praxi funguje

Komerční banky pochopitelně neakceptují každou žádost o úvěr, nýbrž důkladně posuzují, zda konkrétnímu žadateli poskytnout požadovaný úvěr na jím deklarovaný účel. V tomto rozhodování bank však množství rezerv, které zrovna daná komerční banka drží v centrální bance jako vklad, nehraje žádnou roli. V praxi je to zhruba tak, že klientem oslovená banka rozhoduje o poskytnutí úvěru s ohledem na historii a rizikovost tohoto klienta, jeho příjmy či schopnost splácet, očekávanou rentabilitu chystaného investičního projektu, záruky, které může klient dát, apod. Pokud žadatel tímto procesem schvalování úvěru úspěšně projde, komerční banka mu peníze na účet připsá. Pracovník schvalující úvěr v komerční bance ale v žádném případě nevolá svému nadřízenému nebo dokonce do centrální banky, aby zjišťoval, jestli tam má jeho banka dostatek rezerv, nebo aby od ní dostal posvěcení, že může nový úvěr a jeho prostřednictvím nový vklad vytvořit a navýšit tak peněžní zásobu. Nic takového. Centrální banka se v konkrétních úvěrových případech nijak neangažuje. Pouze nastavuje obecné parametry, které zajišťují, aby se celý systém nevymknul kontrole – o tom více v závěru.

Předpokládejme nyní, že náš klient pošle úvěrem získané peníze na účet jiného subjektu v jiné bance, například zaplatí za koupi nového auta. Speciální oddělení úvěrující banky, které se zabývá řízením aktiv a pasiv, nyní musí zajistit, aby bylo možno převod provést, čili aby tato banka měla dostatek rezerv/vkladů u banky centrální, pomocí nichž se převod provede. Pokud je rezerv dost, transakce proběhne a prostředky se v bilanci centrální banky převedou z účtu této banky na účet banky jiné. Pokud úvěrující banka dost rezerv nemá, musí si je samozřejmě sama vypůjčit, a to na domácím mezibankovním trhu nebo od banky centrální.

Pasivní role centrální banky v procesu tvorby peněz...

V českém bankovním systému, který má jako celek rezerv u ČNB tradičně nadbytek – jenž ještě dále vzrostl v důsledku devizových intervencí – přitom dominantně platí první z uvedených možností. Centrální

banka tak do hry přímo nevstupuje, ale nastavením svých měnověpolitických sazeb ovlivňuje, za jakou úrokovou sazbu si komerční banky mezi sebou navzájem půjčují. Ale i ve vyspělých zemích, které měly před krizí systém s nedostatkem rezerv komerčních bank u centrální banky, platilo, že přijde-li komerční banka za centrální bankou a chce si půjčit na doplnění svých rezerv, centrální banka takové žádosti vyhově. Stačí přitom, když jsou splněny dvě jednoduché – ale klíčové – podmínky. Tou první je, že komerční banka má něco, co může dát za tento úvěr centrální bance do zástavy (tzv. kolaterál). Tím bývá nejčastěji nějaký veřejně obchodovatelný cenný papír, např. státní dluhopis, kterých má obvykle komerční banka na svých majetkových účtech nemalou zásobu. Druhou podmínkou je, že o úvěr žádající komerční banka je solventní, tedy zdravá. To jinými slovy znamená, že její potřeba likvidních prostředků nevyplývá z neudržitelného vývoje její bilance, resp. jejího špatného obchodního modelu či mizerného hospodaření, ale pouze z běžného časového nesouladu ve splatnosti jejich aktiv a pasiv. Do insolvence se komerční banky tu a tam sice dostávají, ale naštěstí to není – i díky bankovnímu dohledu centrální banky – příliš často. Jsou-li obě uvedené podmínky pro úvěr splněny, komerční banka ho od centrální banky dostane v požadované (teoreticky bezlimitní) výši, a to za předem vyhlášenou měnověpolitickou úrokovou sazbu. Bilance obou dotčených institucí se tedy zvýší² v míře, kterou si přeje banka komerční, a centrální banka (resp. její bilance) se pouze pasivně přizpůsobí. Provedení platby za nákup auta z banky, která poskytla klientovi úvěr, do banky jiné, která vede účet prodejci auta, nyní nic nebrání a platba se uskuteční.³ Tato následná operace však již velikost bilance centrální banky ani výši peněžní zásoby neovlivní, neboť vklad klienta v jedné bance zmizí, zatímco v jiné bance vklad jiného subjektu vznikne.⁴

Může se pochopitelně stát, že ten, kdo získal peníze prodejem auta, chce vklad u své banky vybrat v hotovosti. Pak musí jeho banka pokrýt oprávněnou potřebu svého klienta, resp. v součtu všech svých klientů, kteří chtějí v daném období své vklady zrovna vybrat. Nemá-li tato banka dost hotových peněz v pokladnách na svých pobočkách, musí poslat do centrální banky opancéřované auto s žádostí o hotovost. Má-li tam komerční banka dost rezerv, centrální banka její žádosti opět bez dalšího vyhově. Tedy centrální banka „pustí“ hotovostní peníze do oběhu v množství a struktuře, které si vyžádala komerční banka, resp. její klienti. Centrální banka tedy nemá pod kontrolou ani množství bankovek a mincí v oběhu, na jejichž emisi má ze zákona výhradní monopol. I tato část peněžní zásoby se vyvíjí dle potřeb ekonomiky. Centrální banka se tomu pouze pasivně přizpůsobuje, přičemž dbá o hospodárnost a efektivnost peněžního oběhu, o kvalitu bankovek a mincí a jejich ochranných prvků.

... a naopak aktivní role centrální banky v péči o cenovou a finanční stabilitu

Chování a rozhodování ekonomických subjektů (domácností, firem i bank), které má výše popsané důsledky pro vývoj úvěrů a peněz, je pochopitelně nástroji centrální banky ovlivňováno, a to významně. Centrální banka na finanční a reálný sektor trvale působí svými opatřeními v rámci provádění měnové, makroobezřetnostní i mikroobezřetnostní politiky. Konkrétně v oblasti měnové politiky nastavuje Česká národní banka své nástroje (úrokové sazby, případně měnový kurz) tak, aby byl v daných podmínkách ekonomický vývoj v souladu s dosahováním 2% inflačního cíle, jenž je ve většině vyspělých zemí vyjádřením cenové stability. Nastavením hladiny úrokových sazeb v ekonomice tak centrální banka dosahuje toho, že vývoj poptávky – financované zčásti úvěry – není nadměrný nebo naopak příliš

utlumený, což by vytvářelo přílišné inflační či naopak stejně nebezpečné 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. A svými 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). Tyto úkoly centrální banky jsou pro zdravý vývoj celého finančního systému i ekonomiky naprosto klíčové a nepostradatelné. Jenom zkrátka nefungují prostřednictvím přímé kontroly „tištění“ či „netištění“ peněz. Poskytují však – mimo jiné – silnou garanci, že bez ohledu na výrazný nárůst bilance ČNB v roce 2017 bude inflace nadále nízká, v průměru se pohybující kolem 2% cíle.

¹Jak ukázali naši kolegové J. Brůha a J. Tonner ve svém nedávném blogovém příspěvku (blog), souhrnný příspěvek kurzového závazku k růstu českého HDP v letech 2014–2015 lze odhadnout zhruba na dva procentní body.

²Centrální bance se zvýší strana aktiv o úvěr připsaný komerční bance, zatímco strana jejích pasiv naroste o dodatečný vklad vedený této komerční bance. Analogicky se komerční bance zvýší pasivní strana bilance o přijatý úvěr a strana aktiv naroste o nově vytvořený vklad (rezervy) u centrální banky.

³V praxi je celý proces ještě jednodušší. Nejprve se uskuteční platba a teprve poté komerční banka případně shání rezervy, protože těch musí držet dostatek (tzv. povinné minimální rezervy) pouze v průměru za delší „udržovací“ období.

⁴Provedení této operace současně znamená, že se rezervy první banky u centrální banky sníží a ve stejné míře naroste vklad (rezervy), který centrální banka vede bance druhé.