

NOVODOBÁ POZICE ZLATA V BILANCÍCH CENTRÁLNÍCH BANK*

Iveta Polášková^a, Luboš Komárek^{a,b} 

Abstract:

The Contemporary Role of Gold in Central Banks' Balance Sheets

The article focuses on the motives and trends in gold holdings by central banks in recent decades. It examines the correlation between the nominal and real price of gold and selected macroeconomic variables and financial assets over the financial and business cycles. In this context, it outlines gold investment opportunities for central banks and other investors. The paper also highlights differences in gold holdings between the central banks of advanced economies (including those with reserve currencies) and those of emerging market and developing economies. It concludes by presenting a rationale for the position of the Czech National Bank, which ranks among the modern central banks holding minimal amounts of reserve gold.

Keywords: Central bank, gold, international monetary system, international reserves

JEL Classifications: E42; E58; F33; Q31

Úvod

Zlato plnilo po staletí, a je tomu tak i dnes, roli uchovatele bohatství. Držba zlata byla vždy vnímána jako určitý symbol bohatství nejen jednotlivců, ale i národů. V horších časech lze zejména u privátních subjektů vysledovat zvýšený příklon k držbě zlata s nadějí, že zabrání znehodnocení svého bohatství. Motivy držby zlata centrálními bankami jsou však širší než motivy privátní. Odrážejí jak obecný princip diverzifikace investic, tak zejména historické důvody související s minulými uspořádáními mezinárodního měnového systému, vyspělost dané ekonomiky, ale třeba i to, zda daná země disponuje rezervní měnou.

I přesto, že zlato již téměř půl století neplní roli základního stavebního kamene mezinárodního měnového systému, je jeho novodobý význam opakovaně diskutován. V tomto

* Názory vyjádřené v této práci patří autorům a nemusejí zcela odpovídat oficiálnímu postoji České národní banky.

a Česká národní banka, Česká republika

b Univerzita Karlova, Fakulta sociálních věd, Institut ekonomických studií, Česká republika
Email: iveta.polaskova@cnb.cz; lubos.komarek@cnb.cz

příspěvku se proto přednostně zaměřujeme na základní poznatky o zlatě z pohledu novodobé historie centrálních bank, tj. vývoje jeho ceny, vývoje míry jeho zastoupení v devizových rezervách a zhodnocení výhodnosti potenciálních investic do zlata oproti investicím do jiných finančních aktiv, a to zejména z hlediska možnosti diverzifikace struktury devizových rezerv centrálních bank. Její podoba se však může napříč centrálními bankami výrazně lišit.

Cílem tohoto článku je sumarizovat poznatky a trendy v držbě zlata centrálními bankami v posledních desetiletích. Článek je členěn do čtyř částí, které vycházejí z výzkumné práce ČNB (Polášková, Komárek a Škoda, 2019). Po úvodu do problematiky rekapituluje druhá část vývoj ceny zlata¹, a to jak z nominálního, tak reálného pohledu, kde je vývoj ceny zlata porovnán s vývojem vybraných makroekonomických veličin. Třetí část se zaměřuje na nástin investičních možností do zlata optikou centrálních bank. Mimo jiné se zde soustředíme na zhodnocení relativně nových trendů, které zahrnují finanční produkty či fondy spojené se zlatem. Speciálním případem jsou pak kryptoaktiva navázaná na vývoj ceny zlata, tj. na tradici a důvěru, která je s tímto drahým kovem v historii lidstva spojena. Čtvrtá kapitola je věnována novodobé roli zlata v rezervách centrálních bank. Zde jsou naznačeny rozdíly mezi centrálními bankami vyspělých zemí (včetně těch, jejichž měna je tzv. měnou rezervní) na straně jedné a rozvíjejícími se a rozvojovými zeměmi na straně druhé (IMF, 2019). Držba zlata je zde porovnávána nejen z pohledu fyzické držby (hmotnosti) zlata ve vlastnictví námi vybraných centrálních bank, ale také v relativním vyjádření, např. s ohledem na poměr zlata vůči HDP nebo množství peněz v oběhu. Poslední část shrnuje a zobecňuje získané poznatky.

1. Cena zlata v souvislostech

1.1 Historický pohled na vývoj ceny zlata během 20. století a prvních dvou dekád 21. století

Na počátku rozvoje směnného obchodu a konce barterové ekonomiky stálo používání drahých kovů. Zlato hrálo v mezinárodním měnovém systému významnou úlohu po staletí, de facto až do postupného pádu tzv. zlatého standardu během 30. let minulého století. Zlatý standard² vystupoval ve formě zlaté mince, zlatého slitku, zlaté devizy nebo zlaté rezervy. První forma zahrnovala jak zlaté mince, tak i papírové peníze pevně směnitelné za zlatý kov. Druhá forma vznikla jako reakce na nedostatečnou nabídku zlata pro měnové účely,

1 V tomto článku je používána spotová cena zlata na měsíční frekvenci (měsíční průměr) z London Bullion Market Association.

2 Za zlatý standard je pro účely tohoto článku považována jakákoli forma měnového systému, v němž hraje zlato v jakémkoliv podobě zásadní roli.

kdy nebylo možné zaručit 100% směnu peněz za zlato. Došlo tak k zavádění limitů, kdy až jejich splnění vedlo ke směně papírových peněz za zlato, což vedlo k možnosti umístit do peněžního oběhu peníze s neúplným krytím. Třetí forma znamenala, že měny byly směnitelné pouze za zlaté devizy, tj za měny se zlatým základem. V tomto systému byla zrušena ražba zlatých mincí, omezen obchod se zlatem či zakázán vývoz zlatých mincí. Často byl kombinován se čtvrtou formou, a to zlaté rezervy. Ta byla reakcí na narůstající poptávku po penězích. V jejím rámci byl jednak stanoven dolní limit peněz, které byly kryté zlatem. V období zlatého standardu ve formě zlaté rezervy došlo ke snížení zlata v devizových rezervách centrálních bank, resp. snížení tzv. zlatého obsahu peněz (snížení zlatého krytí³; Bott, 2013; Revenda, 2013; Nathan, 2011; Bryan, 2010).

Po druhé světové válce sice dohody z Bretton Woods vedly k jisté renesanci úlohy zlata v mezinárodním měnovém systému, nicméně primární úlohu zde již hrál americký dolar. Cena zlata byla určena pevným směnným poměrem mezi americkým dolarem (USD) a zlatem. Členské země Mezinárodního měnového fondu (MMF) byly povinny udržovat pomocí devizových intervencí kurzy svých měn v rozpětí $\pm 1\%$ od kurzové parity vymezené k americkému dolaru, přičemž ten byl pevně svázán s cenou zlata (tzv. zlatý dolarový standard neboli forma zlaté měny; Bott, 2013; Nathan, 2011; Lewis, 2007).

Do počátku 60. let 20. století vykazoval brettonwoodský systém stabilitu v obou svých základních charakteristikách – primární roli dolaru a měnovém systému založeném na limitovaných kurzech. Dále se však stále více projevovaly dva hlavní problémy, tj. důsledky přílivu amerických dolarů do zbytku světa vlivem amerických investic a hospodářské a vojenské pomoci USA a tlaky na změny centrálních parit vlivem nerovnoměrného ekonomického vývoje v jednotlivých zemích a s tím souvisejících silících spekulativních toků kapitálu. Výsledkem uvedených procesů byl vysoký deficit amerického běžného účtu platební bilance, riziko zpětného přílivu dolarů do USA a jejich výměny za americké zlaté rezervy, což by však vedlo k devalvaci amerického dolaru a ohrožení stability celého mezinárodního měnového systému. Devalvace amerického dolaru v tomto systému automaticky znamenala revalvací všech ostatních měn vůči této měně (Bott, 2013; Butler, 2012; Nathan, 2011; Lewis, 2007).

V roce 1968 došlo k zavedení dvou cen zlata, aby byly vyřešeny problémy vzniklé během dosavadního fungování brettonwoodského systému. Tržní cena se rychle zvýšila a přizpůsobila se trhu, oficiální cena zlata zůstala na stanovené úrovni a byla využívána pro měnové účely. S ukončením směnitelnosti zlata za americký dolar byla cena zlata

3 Směnitelnost papírových peněz za zlato (plná či částečná) nebyla univerzální ani v období zlatého standardu. Povinná směnitelnost byla totiž omezena jak do množství peněz, tak dle oprávněných subjektů. V době brettonwoodského měnového systému pak mohly směňovat dolarová aktiva za zlato pouze centrální banky, jak uvádí Revenda (2018).

určována již jen vzájemnou interakcí nabídky a poptávky po zlatu. Nicméně úzký vztah mezi cenou zlata (i dalších drahých kovů) a kurzem amerického dolaru lze vysledovat i v dnešní době. V roce 1968 odvolaly Spojené státy požadavek „zlaté ochrany“ dolaru. Byla vytvořena dvoustupňová struktura, v rámci níž byly oficiální transakce mezi centrálními bankami prováděny za cenu 35 USD za trojskou unci, avšak cena pro privátní sektor byla určována trhem. To vedlo k poklesu amerických zlatých zásob a zastavení prodeje zlata americkým Federálním rezervním systémem (Fed) ostatním centrálním bankám (Bott, 2013; Nathan, 2011; Lewis, 2007).

Směnitelnost dolaru za zlato byla zrušena 15. srpna 1971 uzavřením tzv. zlatého okna. Ke konci roku 1971 byla sice snaha zachránit vazbu dolaru na zlato pomocí devalvace dolaru vůči zlatu na kurz 38 USD za trojskou unci zlata, avšak tento krok nezabránil konci zlatého dolarového standardu, který přišel v březnu 1973⁴. Na počátku 70. let minulého století se cena americké měny uvolňuje od vazby na cenu zlata, která je od té doby určována už jen trhem a zlato tak „definitivně“ opouští svoji prioritní roli v mezinárodním měnovém systému (Bott, 2013; Revenda, 2013; Butler, 2012; Nathan, 2011; Lewis, 2007).

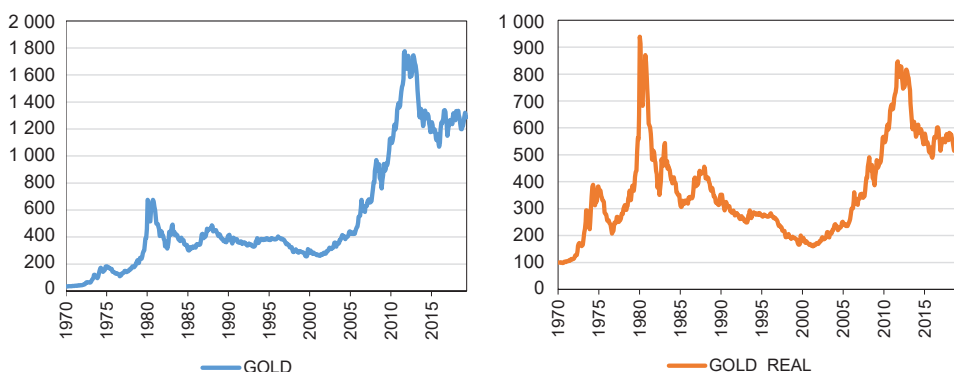
Cena zlata se vyjma přelomu 70. a 80. let minulého století vyvíjela až do počátku nového tisíciletí relativně stabilně. Nominální cena zlata (vyjadřovaná v USD) po zrušení pevné vazby na americký dolar pozvolně rostla. Na přelomu 70. a 80. let 20. století, které bylo charakteristické druhým ropným šokem a také úvahami o obnovení zlatého standardu ve Spojených státech, se jeho nominální, ale i reálná cena výrazně zvýšila. Po odeznění ekonomické nestability byl vývoj ceny zlata po následující čtvrtstoletí relativně stabilní.

Od počátku nového milénia lze pozorovat zvyšování poptávky po zlatě, především v investiční oblasti za účelem diverzifikace portfolií, což rovněž přispělo (vedle zvýšené nejistoty spojené s finanční krizí a vedle vzrůstajících geopolitických rizik) k nárůstu ceny zlata. Vrchol zaznamenala cena zlata ve druhé polovině roku 2011, kdy se pohybovala okolo hranice 1 700 USD za trojskou unci, a dokonce se objevovaly předpovědi, že by mohla atakovat hodnotu 2 000 USD za trojskou unci. Poté se ale ve světové ekonomice začaly projevovat deflační tendence, které vedly k poklesu ceny zlata⁵. Od roku 2016 se začala cena zlata opět trendově zvyšovat (obrázek 1) vlivem vzrůstajících nejistot ve světové ekonomice a rizik z nich plynoucích (zvyšující se zadlužení řady vyspělých zemí, fenomén brexitu, nárůst protekcionismu ve světovém obchodě) a též z důvodu začínající normalizace úrokových sazeb, především americkým Fedem.

4 Definitivní konec využívání zlata nastal ale až v roce 1978, kdy došlo k formálnímu ukončení jeho role v mezinárodním měnovém systému. Tím byla dovršena demonetizace zlata, která započala již v roce 1968 zavedením dvou trhů se zlatem.

5 Americký dolar v té době naopak posiloval, což je v souladu s pozorováním, že v době, kdy dolar posiluje, cena zlata klesá.

Obrázek 1: Nominální a reálná cena zlata od roku 1970 do roku 2019



Poznámka: gold – nominální cena zlata v USD za 1 trojskou unci (oz t); gold_real – reálná cena zlata deflovaná CPI v USA (1970 = 100).

Zdroj: Refinitiv Datastream; vlastní výpočty

1.2 Vztah ceny zlata a vybraných makroekonomických veličin USA

Úzký vztah vykazuje cena zlata s vývojem makroekonomických veličin ve Spojených státech. Cena zlata často reaguje na změnu úrokových sazeb americkým Fedem, na aktuální vývoj kurzu či například také na blížící se prezidentské volby ve Spojených státech. Vše výše uvedené odráží stále bezprecedentní roli USA ve světové ekonomice a politice. Navíc jsou Spojené státy čtvrtým největším „producentem“ zlata, je zde rovněž velká poptávka po zlatě a centrální banka USA má nejvyšší fyzické zásoby zlata v rámci devizových rezerv, s nimiž významně převyšuje ostatní země (World Gold Council, 2018c; Stoeflerle a Valek, 2017). Vztahy mezi cenou zlata a vybranými makroekonomickými veličinami (reálné úrokové sazby, reálný měnový kurz USA) vykazují obvykle negativní vztah (tabulka 1).

Vztah ceny zlata (jejího růstu) a reálných úrokových sazeb v USA vykazuje ve sledovaném období očekávanou vysokou negativní lineární závislost. V pokrizovém období je daný vztah výraznější. Rovněž je zde viditelná obdoba tzv. Hotellingova pravidla⁶ aplikovaného na trh se zlatem, tj. že v případě nízkých úrokových sazeb je vhodnější drahý kov netěžit a ponechat jej v zemi. Hlavním důvodem je realizace vyšších cen v budoucnu než nyní. Toto pravidlo může být jedním z faktorů, které vysvětlují pozorovanou vysokou negativní korelaci mezi reálnou cenou zlata a reálnými úrokovými sazbami v USA, a to především v pokrizovém období.

6 Hotellingovo pravidlo vyjadřuje podmínku maximalizace renty neobnovitelného zdroje. Jednalo se o empiricky získaný výsledek potvrzující vztah negativní korelace mezi vývojem úrokových sazeb a reálných cen rop, který lze vztáhnout také na ostatní ceny přírodních zdrojů, viz Hotelling (1931).

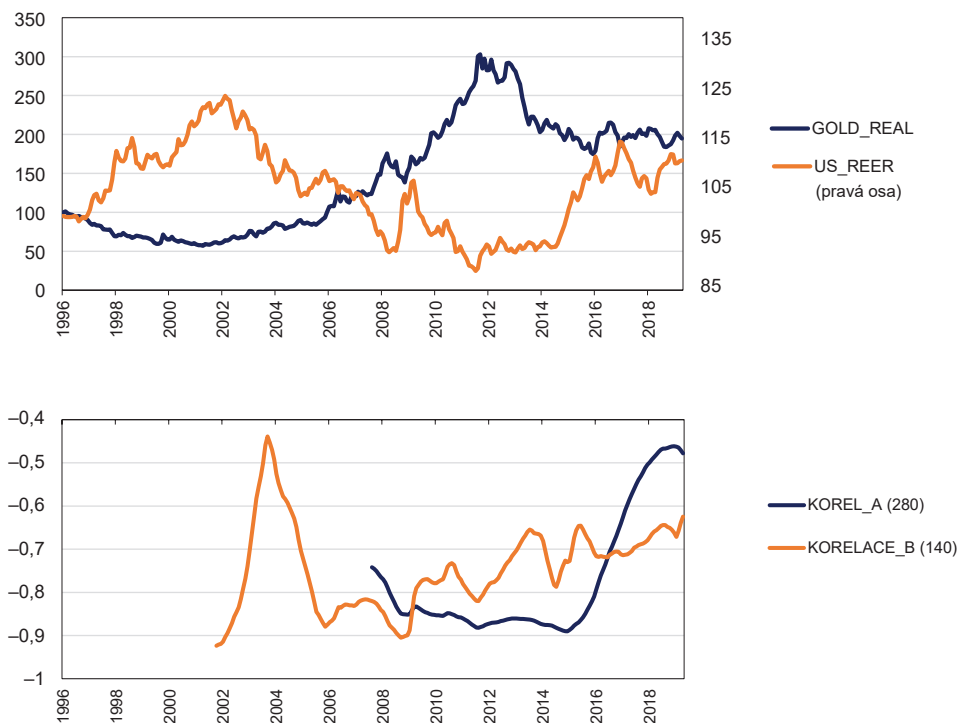
Tabulka 1: Korelace ceny zlata a makroekonomických veličin Spojených států (1996–2019)

Cena zlata	Období		
	1996 Q1–2019 Q1	1996 Q1–2009 Q2	2009 Q3–2019 Q1
Reálné úrokové sazby	-0,615	-0,212	-0,629
Reálný efektivní kurz amerického dolaru (REER)	-0,666	-0,730	-0,620

Poznámka: Reálné úrokové sazby, reálný efektivní kurz amerického dolaru a reálná cena zlata jsou deflované CPI v USA; korelace změny ceny zlata s úrokovými sazbami a korelace reálné ceny zlata s reálným kurzem.

Zdroj: Refinitiv Datastream; vlastní výpočty

Obrázek 2: Vývoj reálné ceny zlata a reálného efektivního kurzu USD (1996–2019) a klouzavé korelační koeficienty těchto dvou veličin



Poznámka: gold_real – reálná cena zlata (deflovaná CPI v USA; 1996 = 100); US REER – reálný efektivní kurz amerického dolaru (deflovaný CPI v USA; 1996 = 100; pravá osa); měsíční údaje; korel A (280) = klouzavý korelační koeficient s délkou posouvaného období rovnající se ½ datového souboru, tj. 280 měsíců; korel B (140) = klouzavý korelační koeficient s délkou posouvaného období rovnající se ¼ datového souboru, tj. = 140 měsíců.

Zdroj: Refinitiv Datastream; vlastní výpočty

Vztah mezi cenou zlata a kurzem amerického dolaru vykazuje rovněž vysokou negativní lineární závislost. Zlato má na finančních trzích specifickou pozici, kdy je považováno spíše za měnu, a tak lze z pohybů jeho ceny (vyjádřené v USD) indikovat pohyby dolaru, resp. zprostředkovaně ostatních měn⁷. To dokládá také obrázek 2, který ukazuje, že vztah mezi reálnou cenou zlata a amerického reálného efektivního měnového kurzu má inverzní charakter. V horním obrázku je znázorněn vývoj těchto dvou veličin, v dolním pak jejich klouzavé korelační koeficienty, které jsou v rámci sledovaného období záporné.

1.3 Trh se zlatem

Vztah fyzické nabídky a poptávky po zlatě je možné označit za stabilní, cenově elastická je především poptávka, nabídka reaguje s viditelným zpožděním. Producenti zlata mohou vždy prodat zlato na otevřeném trhu, přičemž produkce reaguje velmi pomalu na změny v cenách zlata na světových trzích. Wiggins (2003) uvádí, že je možné z historického pohledu vypočítat přibližně pětileté zpoždění mezi podstatným cenovým růstem a podstatnou změnou produkce zlata. Na přelomu tisíciletí byla cena zlata na úrovni cca 150 % nákladů na produkci (a produkce rostla cca o 1 % ročně), přičemž na počátku osmdesátých let minulého století, kdy cena zlata dosahovala v té době nejvyšších hodnot, činila cena zlata 200 % nákladů na jeho produkci (a produkce rostla o 6 % ročně; viz Gold Field Mineral Services, 2019).

Nabídka zlata je dána především objemem těžby a rovněž ovlivňuje investiční potenciál zlata. Nabídka zlata se skládá z těžby zlata, recyklace zlata a čistého zajištění producentů, jehož podíl na celkové nabídce zlata je však velmi malý a je využíván k navyšování či snižování množství zlata dostupného na trhu⁸. Těžba zlata, která tvoří největší část nabídky, se v posledních letech zvyšuje. Mezi nejvýznamnější těžaře patří Čína, Austrálie, Rusko, Spojené státy, Kanada, Jižní Afrika či Peru⁹. Míra recyklace zlata se pak odvíjí od vývoje ceny zlata. Vzhledem k nejistotám ve světové ekonomice dochází k růstu ceny zlata, která ovlivňuje také množství recyklovaného zlata. To pak kopíruje trend vývoje ceny zlata (World Gold Council, 2018c; World Gold Council, 2018d; McGuire, 2013; Mitchell, 2013).

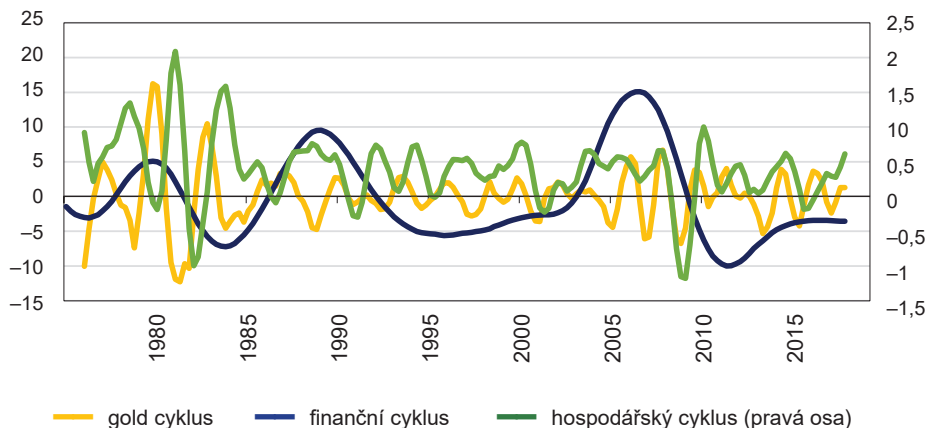
7 Sjaastad a Scacciavillani (2003) vytvořili teoretický model mezi hlavními světovými měnami a světově obchodovanými komoditami včetně zlata. Jejich hlavním závěrem je, že plovoucí měnové kurzy byly hlavním zdrojem cenové nestability na světovém trhu se zlatem. Jejich zjištění stojí za povšimnutí, neboť popírá výzkumy, jejichž závěrem bylo, že cena zlata primárně závisí na faktorech determinujících nabídku a poptávku po zlatě.

8 Tento podíl se v posledních letech pohybuje okolo 3 %.

9 Lze předpokládat, že v některých z těchto zemí je část vytěženého zlata odprodávána rovnou státu, respektive centrální bance (velmi pravděpodobné to je zejména v zemích, jako je Rusko či Čína). Tuto skutečnost například u Číny naznačují Stoeferle a Valek (2015) nebo Mitchell (2013).

Poptávka po zlatě je naopak velmi cenově elastická, a proto se cena rychle přizpůsobuje změnám v nabídce. Privátní sektor (drobní investoři, domácnosti) zpravidla kupuje zlato v „dobrých časech“ a prodává v časech finančních útrap, nebo když považuje jeho cenu za velmi vysokou. Investování do zlata se však nejeví jako dobrá obrana před recesí.

Graf 3: Nominální cena zlata od roku 1976 versus finanční a hospodářský cyklus USA



Poznámka: gold_cyklus – cyklus nominální ceny zlata v USD; finanční cyklus – cyklus reálných úvěrů, poměrů úvěrů k HDP a reálných cen nemovitostí (definice a metoda podle Drehmanna, Boria a Tsatsaronise, 2012); hospodářský cyklus – cyklus reálného HDP USA; hodnoty cyklů jsou uvedeny v procentech trendu a byly vypočteny pomocí band-pass filtru podle Christiana a Fitzgeralda (2003).

Zdroj: Refinitiv Datastream; vlastní výpočty

Cena a poptávané množství zlata se často pohybují nezávisle na vývoji hospodářského a finančního cyklu, navíc „cyklus“ zlata je oproti nim rychlejší. To již plyne z vizuálního srovnání těchto cyklů (obrázek 3), které byly získány pomocí jednozměrného statistického filtru dle metodologie Christiana a Fitzgeralda (2003) s délkou cyklu mezi šesti a třiceti dvěma čtvrtletími.

Investování do zlata se jeví jako vhodné, když domácí měna ztrácí svoji kupní sílu (např. situace v Německu mezi dvěma světovými válkami), nebo pokud je měna výrazně nadhodnocena. Na druhou stranu držba zlata nenesení úrok a jsou s ní spojeny náklady na uskladnění¹⁰, proto je využíváno spíše konzervativními investory v dlouhodobém časovém horizontu.

10 Pro centrální banky nejsou tyto náklady z podstaty jejich fungování podstatné. Vyčíslení těchto nákladů je napříč centrálními bankami a časem je velmi arbitrární, záleží na místě uložení (domácí a zahraniční ekonomika) a sjednaných podmínkách uložení. Samotné uložení zlata centrální banky v tradičních centrálních bankách (zejména Fed, Bank of England) může přinášet i výnosy, které pramení ze zpřístupnění zlata k mezinárodnímu obchodování.

2. Investiční potenciál zlata nejen z pohledu centrálních bank

Zlato je využíváno díky svým charakteristikám k diverzifikaci portfolií, a to jak soukromými subjekty, tak centrálními bankami¹¹. Mezi tyto charakteristiky se řadí např. jeho odolnost, trvanlivost, vzácnost, dělitelnost či ušlechtilost (World Gold Council, 2018c; Bott, 2013; McGuire, 2013). Investice do zlata sílí v dobách vzrůstajících nejistot a politických a ekonomických rizik, neboť je považováno za tzv. bezpečný přístav a podle vnímání obyvatel se osvědčilo jako bezpečný uchovatel hodnoty. Přesto je, stejně jako u jiných investic, nutné zvážit nejen bezpečnost investice do zlata, která je vysoká, ale rovněž investiční potenciál, likviditu a politická rizika¹².

Se zlatem, jehož cena je kótována na finančních trzích v dolarech, spojená investiční aktivita se odvíjí od mnoha faktorů, např. úrovně bohatství a tradic v jeho držbě, míry nejistoty na finančních trzích, ovlivňuje ji ale i vývoj úrokových sazeb zemí disponujících s rezervní měnou, zejména dolarem. Výhodu zde mají dolaroví investoři, kteří nemusí podstupovat kurzové riziko spojené s vývojem kurzu dolaru.

Investiční možnosti zlata jsou v současnosti poměrně široké a zahrnují jak investice do fyzického zlata, tak rovněž do papírového či digitálního zlata. Tradičně se využívá také v průmyslu, ve šperkařství, v umění a jako mincovní kov pro investiční a pamětní mince. Navzdory tomu, že jsou se zlatem spojeny náklady na uskladnění a jeho držba nenese žádný úrok, stále jej zahrnují do svých rezerv a investují do něj i centrální banky. Zlato je centrálními bankami zejména využíváno k diverzifikaci portfolií, k zajištění proti vysoké inflaci a volatilitě měn a jako obecný uchovatel hodnoty. Oproti ostatním investičním aktivům bývá zlato považováno za lepší investici díky charakteristikám, jako je dlouhodobý horizont a menší rizikovitost. Přesto je však podíl zlatých aktiv na celkových finančních aktivech ve světě menší než 1% (World Gold Council, 2018c; World Gold Council, 2018f; McGuire, 2013; Speck, 2013).

Investice do zlata jsou nejčastěji ve formě fyzických kovů, což je nejznámější a nejstarší forma těchto investic. Jde zejména o cihly, slitky a mince, které jsou v rámci investic do fyzického zlata využívány nejvíce¹³. Další možností je využití finančních produktů,

-
- 11 Podle zastánců širšího využití zlata v mezinárodním měnovém systému, by se měl podíl zlata v portfoliu centrální banky pohybovat mezi 4 a 10% (World Gold Council, 2018g). Nicméně rodící se skupina vyspělých zemí, pracovníě označovaných za „nezlaté centrální banky“ (viz např. Kanada, Norsko, Malta, Estonsko, Chorvatsko, Irsko, ale i Česká republika a další), ukazuje, že v bilancích centrálních bank lze držet mnohem menší podíl zlata, resp. téměř žádné zlato.
 - 12 Mezi vládní rizika se zejména řadí možnost konfiskace zlata státními orgány a jimi prováděná manipulace s trhem se zlatem (McGuire, 2013; Mitchell, 2013; Nathan, 2011).
 - 13 Největší investiční poptávka je po zlatých mincích. To je způsobeno tím, že velká část mincí je ražena centrálními bankami po celém světě, čímž je těmto investicím poskytnuta určitá záruka důvěryhodnosti. Nejistoty ve světové ekonomice aktuálně nahrávají investicím do fyzického zlata, a to v menších slitcích, které lze jednodušeji zpeněžit (World Gold Council, 2018c; World Gold Council, 2018d; McGuire, 2013).

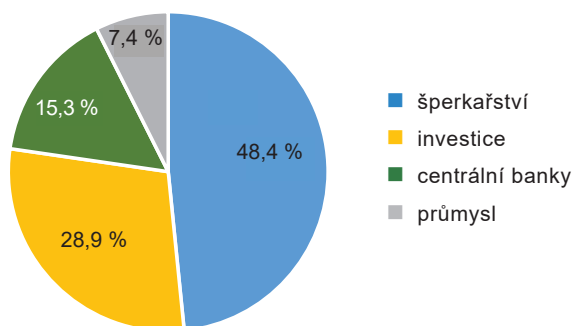
jejichž podkladovým aktivem je právě zlato. Především jsou využívány futures na zlato a opce, investice do zlatých fondů či do zlatých těžebních akcií. Jde zpravidla o tzv. certifikáty zaručující směnitelnost za tento drahý kov a často vznikají půjčováním zlata na leasing či jako záruka na zlato v těžebních společnostech. V současnosti jsou nejznámější formou takovéto investice burzovní obchodované fondy (ETF) spojené se zlatem. Zlato bývá využíváno především jako strategická investice¹⁴, tj. investice plánovaná na dlouhodobý časový horizont v řádu desetiletí. K tomu, že se ze zlata stal v posledních dvou dekadách tento typ investice, přispělo několik faktorů, a to světová finanční krize, rozvoj rozvíjejících se ekonomik, vznik zlatem podložených ETF a vývoj poptávky centrálních bank (World Gold Council, 2018b; World Gold Council, 2018c; World Gold Council, 2018d; World Gold Council, 2018g; Stoeferle a Valek, 2016; Stoeferle a Valek, 2015; Mitchell, 2013).

Celkové investice do zlata představují po šperkařství druhou největší část poptávky po zlatě. Poptávku po zlatě určují šperkařství, investice do zlata, nákupy centrálních bank a potřeba jednotlivých průmyslových odvětví (obrázek 4). Největší část poptávky po zlatě plyne ze šperkařství. Ta je tradičně nejvyšší v Číně a Indii. Naopak malý díl spadá na centrální banky a průmysl. Významnou část poptávky tvoří investice, na nichž se zpravidla dvěma třetinami podílí poptávka po cihlách a mincích a třetinou investice do zlatem podložených ETF. Nejvíce těchto fondů je drženo v Severní Americe a v Evropě. Do těchto fondů začaly již investovat také centrální banky. Příkladem je centrální banka Kanady, která tuto formu investic využívá k širší diverzifikaci svého portfolia (World Gold Council, 2018c; World Gold Council, 2018d; Stoeferle a Valek, 2015; McGuire, 2013; Mitchell, 2013).

Zlatem podložené fondy přinášejí i s ohledem na zjednodušení investic do zlata velké možnosti pro rozvoj této formy investiční poptávky po zlatě. Ve zlatem podložených ETF bylo ke konci roku 2017 drženo téměř 2 900 tun zlata a od vzniku v roce 2003 tak tyto fondy rapidně vzrostly. Nejen že zjednodušily možnost investování do zlata, ale rovněž přinášejí výhodu velkého, likvidního a efektivnějšího trhu, nižší poplatky a odpadají náklady na uskladnění. Navíc umožňují nižší investice a jsou méně rizikové. Výhodou také je, že se hodnota akcií ETF vyvíjí v souladu s vývojem tržní ceny zlata. Avšak nevýhoda je spatřována v tom, že se nejedná o držbu zlata, nýbrž pouze o expozici na cenu zlata (World Gold Council, 2020; World Gold Council, 2018b; World Gold Council, 2018c; World Gold Council, 2018d; Mitchell, 2013).

14 Nicméně některé centrální banky využívají zlato nejen jako jisté strategické aktivum, ale také jako prostředek k dosažení svých taktických cílů, např. se jedná o centrální banky Argentiny nebo Maďarska (World Gold Council, 2018f; World Gold Council, 2018g). Maďarská centrální banka podle svých slov navýšila své zlaté rezervy kvůli mezinárodním trendům v držbě zlata, podpoření finanční stability v zemi a stability měny a možnosti posílení důvěry trhu v maďarskou ekonomiku (MNB, 2018). Argentinská centrální banka pak využívá zlato nejen k diverzifikaci svého portfolia, ale rovněž se tím snaží zvýšit celkové výnosy svého portfolia pomocí swapů (Banco Central de la República Argentina, 2018; World Gold Council, 2018f).

Obrázek 4: Struktura poptávky po zlatě na konci roku 2019



Poznámka: V % z celkové poptávky po zlatě.

Zdroj: World Gold Council (2020)

ETF však nejsou jedinou využívanou investiční formou zlata, byť dynamicky se rozvíjející. Dalšími nejčastěji využívanými formami investic nejen u centrálních bank jsou tzv. zlatý účet u depozitní instituce, zlato držené ve fyzické podobě (uložené buď u zahraničního depozitáře, nebo ve vlastních prostorách) či futures na zlato. Nejvíce využívanou formou investic do zlata je zlatý účet u depozitní instituce, který se chová obdobně jako bankovní účet a dané prostředky lze velice rychle směnit za zlato. Tato forma investice není spojená s poplatky za uskladnění a je velmi likvidní. Nese s sebou však rizika v podobě nezajištěné pohledávky a v případě vysoké poptávky po směně prostředků za zlato může docházet k časové prodlevě. Zlato držené ve fyzické podobě, uložené u zahraničního depozitáře v zemích s aktivním trhem se zlatem (např. Londýn), má zejména výhodu v okamžité likviditě v případě finančních krizí, kdy díky tomu může jednoduše plnit funkci aktiva posledního použití. Avšak jsou s ním spojeny značné náklady (především na uskladnění) a rizikem je právě zahraniční alokace. Oproti tomu zlato držené ve fyzické podobě uložené ve vlastních prostorách tato rizika nemá. Navíc je tato investice příznivě vnímána veřejností dané země, avšak je spojena rovněž s náklady na úschovu (být použít vlastní prostor tyto náklady snižuje¹⁵). Futures nejsou spojeny s náklady na fyzickou držbu zlata, ale přináší kreditní riziko a jde o méně likvidní formu investice (World Gold Council, 2018c; World Gold Council, 2018d).

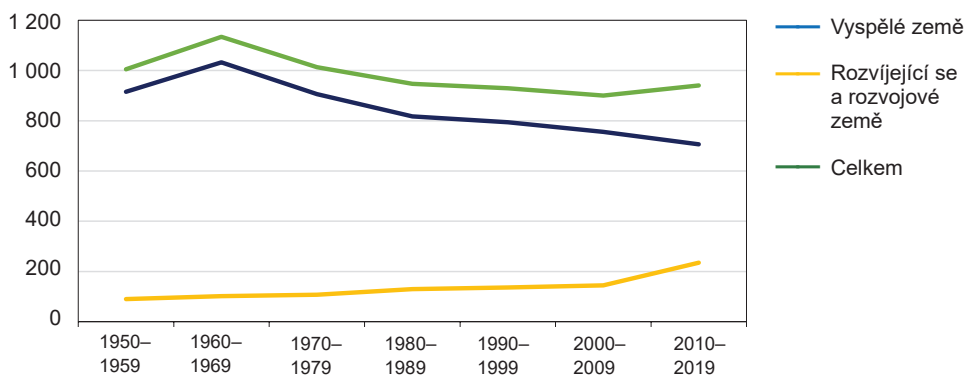
15 V posledních letech mnohé evropské centrální banky zahájily proces repatriace zlata zpět do vlasti. Mezi země přistoupivší k repatriaci zlatých zásob patří Německo, Nizozemsko nebo Rakousko. Jako jeden z důvodů repatriace bývá uváděna obava z přesunu mezinárodního měnového systému k systému, kde zlato bude sehrávat větší roli. Nicméně reálněji se jeví jako důvod možnost lépe čelit politickým a ekonomickým rizikům (Stoeflerle a Valek, 2015).

3. Role zlata v devizových rezervách centrálních bank

Až do začátku 70. let 20. století bylo zlato základním stavebním kamenem mezinárodního měnového systému a jeho zastoupení v rámci devizových rezerv tak bylo významné. Držba zlata v devizových rezervách centrálních bank postupně narůstala a svého maxima dosáhla v průběhu 60. let minulého století. Tento vývoj byl téměř výhradně určován vývojem ve vyspělých zemích (obrázek 5). Následně však centrální banky vyspělých ekonomik v průběhu následujících desetiletí postupně snižovaly množství zlata ve svých devizových rezervách, stále však řada z nich drží i po několika desetiletích nezanedbatelnou část svých devizových rezerv ve zlatě.

Rozdílný vývoj však byl patrný mezi vyspělými zeměmi (zejména těmi s rezervní měnou) a mezi rozvíjejícími se a rozvojovými ekonomikami. U méně vyspělých zemí docházelo k postupnému a dlouhodobému navyšování zlata v bilancích centrálních bank, u vyspělých zemí pak k postupnému snižování jeho podílu. Až do roku 2009 byly centrální banky čistými prodejci zlata, následně se však tato situace změnila a centrální banky se staly čistými kupujícími zlata, což bylo způsobeno především zvýšením nákupů zlata ze strany rozvíjejících se a rozvojových zemí (obrázek 5; World Gold Council, 2018h).

Obrázek 5: Držba zlatých rezerv podle skupin zemí (1950–2019)



Poznámka: V mil. trojských uncí; průměr za jednotlivá desetiletí od roku 1950 do roku 2019.

Zdroj: Refinitiv Datastream; vlastní výpočty

Centrální banky drží zlato ve svých rezervách především z historických důvodů, nejvyšší zásobu zlata má centrální banka Spojených států. To je způsobeno postavením Spojených států ve světové ekonomice, a především pozůstatkem poválečného měnového uspořádání (obrázek 6; Příloha). Stejně tak i další centrální banky vyspělých zemí těží ze zásob zlata vytvořených v průběhu fungování zlatého standardu (např. je tomu tak

u Německa, Francie, Itálie či Japonska). Nicméně zejména v letech 2000–2005 docházelo u mnohých centrálních bank k prodejem zlata (např. se jednalo o centrální banky Švýcarska, Nizozemska nebo Portugalska). Tyto prodeje byly uskutečnĚny na základĚ dohod centrálních bank o zlatĚ (CBGA, Central Bank Gold Agreement; World Gold Council, 2018a).

Dohodami centrálních bank o zlatĚ jsou stanoveny objemovĚ limity na prodej zlata, aby nedocházelo k rozkolísání jeho ceny. Tyto dohody byly ustanoveny v roce 1999 a řídí se jimi centrální banky převážně z evropských zemí. Jejich hlavním přínosem je zvýšení stability trhu se zlatem a vyšší transparentnost prodejm zlata, čímž nedochází k prudkým cenovým výkyvům. Dohody jsou každých pĚt let revidovány¹⁶ a v rámci nich bylo například stanoveno, že zlato je důležitou součástí devizových rezerv (World Gold Council, 2018a). V tomto tisíciletí pravidelnĚ prodává zlato centrální banka Německa¹⁷ a například centrální banka Kanady od roku 2016 nedrží ani gram zlata, když všechno své zlato prodala. Důvodem postupného snižování kanadských zlatých rezerv bylo to, že zlato nedostatečně plnilo požadavky na aktivum vhodné k diverzifikaci devizových rezerv. Dle Bank of Canada (2019) je zlato nelikvidním aktivem a nese vysoké náklady na přepravu a uskladnění. V posledních několika letech nejvýrazněji snižuje své zlatĚ rezervy (s ohledem na ekonomické problémy v zemi) centrální banka Venezuely. Naopak nejvíce navyšují v poslední dekádĚ své zlatĚ zásoby centrální banky rozvíjejících se a rozvojových zemí, a to zejména centrální banky Číny, Ruska, Turecka a Kazachstánu¹⁸.

Mezi významné držitele zlatých rezerv se řadí rovněž Mezinárodní měnový fond, jehož zásoby vznikaly během fungování brettonwoodskeho měnového systému, a byt se části zlatých rezerv zbavil¹⁹, má stále třetí největší množství zlata v devizových rezervách (Stoeflerle a Valek, 2018; World Gold Council, 2018a; World Gold Council, 2018h; IMF, 2018; Mitchell, 2013; Speck, 2013). Zlato bylo zahrnuto do rezerv Mezinárodního měnového fondu v roce 1948 a jeho množství postupně narůstalo kvůli nutnosti platby části kvót členských zemí ve zlatĚ či předčasných splátek úvěrů, které mohly byt pouze ve zlatĚ. Od roku 1978 však nehraje zlato oficiální roli ani v mezinárodním měnovém systému, ani v MMF (IMF, 2018).

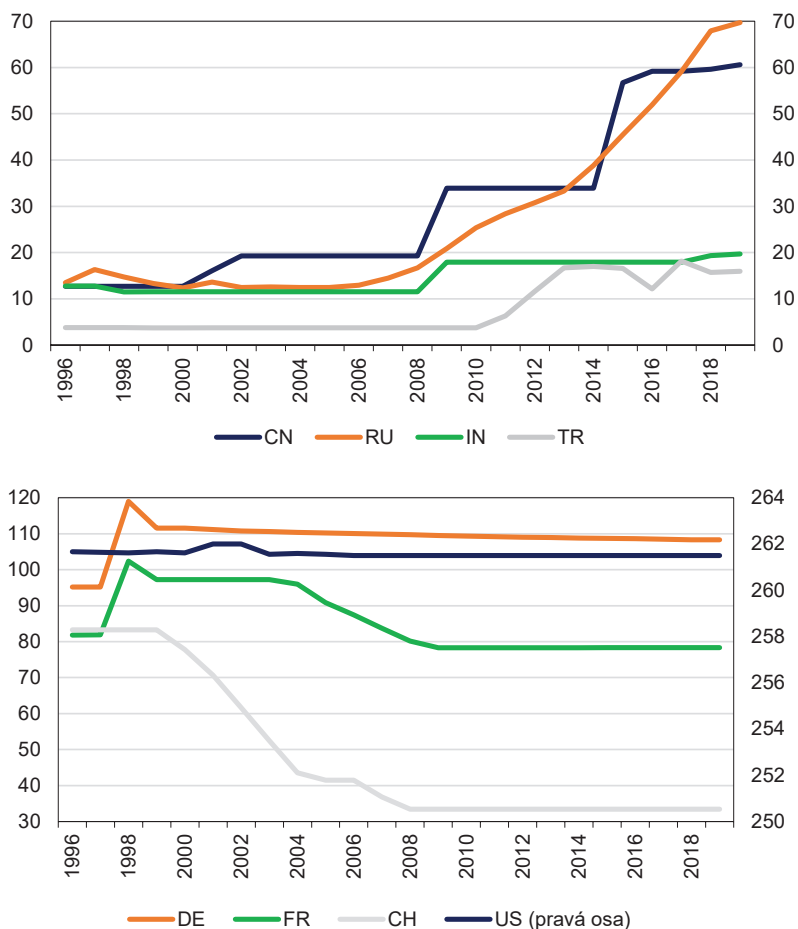
16 Revize, která měla přijít v září 2019, však dle vyjádření Evropské centrální banky (ECB) nebude uskutečněna, neboť potřeba formálních dohod s ohledem na vývoj po posledních dvou revizích (po roce 2009 a 2014) a podmínky na trhu již není (ECB, 2019).

17 Německá centrální banka využívá své zlato, stejně jako ČNB, především k ražbě zlatých mincí.

18 Centrální banky Ruska a Číny mají aktuálně šesté, respektive sedmé nejvyšší zásoby zlata (World Gold Council, 2018h).

19 Část zlata byla prodána hned po uzavření zlatého okna na počátku 70. let 20. století a v roce 2009 bylo MMF na základĚ mezinárodních dohod o zlatĚ umožněno prodat 1/8 zlata drženého fondem, které fond prodal nejen centrálním bankám (Indie, Mauritie a BangladĚše), ale prodával jej také na trhu (IMF, 2018).

Obrázek 6: Držba zlatých rezerv ve vybraných zemích (v mil. trojských uncí; 1996–2019)



Poznámka: V mil. trojských uncí; US – Spojené státy (pravá osa); DE – Německo; FR – Francie; CH – Švýcarsko; CN – Čína; RU – Rusko; IN – Indie; TR – Turecko; v Příloze jsou pak uvedeny údaje i v tunách odpovídající situaci z prvního čtvrtletí 2019.

Zdroj: Refinitiv Datastream

Podíl zlata na devizových rezervách, jež se odvíjí od celkové výše devizových rezerv a ceny zlata na světových trzích, je naopak u většiny zemí relativně stabilní. Neplatí to však univerzálně. U některých zemí je tento poměr naopak celkem proměnlivý, neboť odráží tamní vrtkavý ekonomický vývoj (např. v současné době Venezuela) a s tím související nestandardní měnověpolitické kroky centrální banky. Poměr zlatých zásob

k celkovým devizovým rezervám nad 60 % mají centrální banky Spojených států, Německa, Nizozemska, Itálie, Venezuely²⁰, Řecka, Francie a Kypru (World Gold Council, 2018h; Příloha).

Zvyšující se množství zlata v zásobách některých centrálních bank může naznačovat snahu změnit nastavení mezinárodního měnového systému. Od vypuknutí světové finanční krize se začaly objevovat hlasy volající po jeho reformě. Patrná je snaha přesunu od dolarového systému, kde americký dolar sehrává zásadní roli, k multiměnovému systému (Stoeflerle a Valek, 2018; World Gold Council, 2018f; Farhi a Maggiori, 2016). Hlavními aktéry v tomto směru jsou rozvíjející se země, zejména Čína a Rusko, které by stály o to spojit jej opět se zlatem. Tyto snahy jsou prozatím v počátečním stadiu, nicméně kroky centrálních bank těchto zemí v navyšování zlatých rezerv dávají v tomto ohledu jasné signály. Za posledních deset let se totiž zvýšily zásoby zlata v „trezorech“ centrálních bank Číny a Ruska o více než trojnásobek, resp. čtyřnásobek a v nakupech zlata obě centrální banky pokračují. Centrální banky obou zemí se snaží o podložení svých měn zlatem, čímž chtějí narušit pozici amerického dolaru ve světové ekonomice a změnit tak uspořádání mezinárodního měnového systému. Poprvé se snažilo tento záměr naplnit Rusko, když v roce 2013 zavedlo globální dolar, jenž byl ve fixním poměru směnitelný za zlato (jeden globální dolar za jeden kilogram zlata). K tomuto kroku bylo přistoupeno ve chvíli, kdy rezervy ruské centrální banky dosáhly úrovně²¹ postačující k tomu, aby nová měna byla kredibilní. Byť se jednalo o neúspěšný krok, kterému zejména chyběla širší podpora, byla to první vlna těchto snah. V roce 2015 na tento pokus navázala Čína založením Shanghai Cooperation Organization, jež byla poté doplněna o zlatý investiční fond pro centrální banky. Tento fond podporuje obchodování se zlatem a usnadňuje centrálním bankám zemí angažujících se v projektu přístup ke zlatu (Stoeflerle a Valek, 2018; World Gold Council, 2018f; Farhi a Maggiori, 2016; Stoeflerle a Valek, 2015; Mitchell, 2013; World Gold Council, 2013; Butler, 2012).

Pokud by se některé centrální banky rozhodly podložit své měny zlatem a obnovit tak nějakou formu zlatého standardu, bylo by nutné zajistit dostatečné krytí měnového

20 Podíl zlata na devizových rezervách je u Venezuely stále vysoký navzdory snižování zlatých zásob. Přesto chce venezuelská vláda mimo ropu využít ke krytí národní digitální měny také zlato, a to kvůli značným zásobám tohoto kovu na území Venezuely (World Gold Council, 2018h; Buitrago, D., Gupta, G., 2017).

21 Nicméně zdaleka nedosahovaly úrovně, jaká bývá doporučována pro případné podložení měn zlatem (v rozmezí 10 až 40 %; viz dále v textu). V době zavedení globálního dolaru byl ruský měnový agregát M2 kryt zlatem pouze ze zhruba 5 %.

agregátu M2^{22,23}. Za adekvátní částečné krytí je považována alespoň dvacetiprocentní zásoba zlata k agregátu M2, jak uvádějí například Stoeferle a Valek (2015), Butler (2012), Nathan (2011) či Lewis (2007). Doporučované rozmezí poměru zlata k M2 se dle těchto autorů pohybuje mezi 10 až 40 % a lišilo by se napříč zeměmi. Určení vhodné míry však záleží na přístupu k riziku, ale také na důvěře v danou ekonomiku a centrální banku a lišila by se tak napříč zeměmi. Většina zemí ale nedosahuje ani uváděné desetiprocentní úrovně a stěží by tak našly důvěru pro svou měnu podloženou zlatem. Spojené státy s největší zásobou zlata, jak bylo uvedeno výše, mají aktuálně pokryto pouze zhruba 2,3 % měnového agregátu M2 zlatem z rezerv tamní centrální banky (Příloha). Ze sledovaných zemí se nachází alespoň v doporučeném rozmezí pouze Rusko, jehož centrální banka drží nyní přes 2 tisíce tun zlata (tj. přes 69 milionů trojských uncí zlata) a měnový agregát M2 tak má pokryt z více než 12 %. Naopak Čína s ohledem na výši agregátu M2 a na stále relativně nízkou zásobu zlata nedosahuje ani půl procentního podílu zlata k M2. I to je důvod, proč se zejména centrální banky Ruska a Číny rozhodly navyšovat své zlaté rezervy. (Stoeferle a Valek, 2018; Stoeferle a Valek, 2017; Stoeferle a Valek, 2015; Butler, 2012; Nathan, 2011; Lewis, 2007).

Pravidlo poměru zlata k měnovému agregátu bylo především relevantní pro fungování zlatého standardu, jeho případná aplikace však nemusí být vhodná pro vyspělé ekonomiky současnosti. Veškeré dosud vytěžené zlato²⁴ by totiž při jeho současných cenách nestačilo ani k plnému pokrytí měnového agregátu M2 Spojených států. Potřebná tržní cena zlata by v takovém případě přesahovala astronomických 50 tisíc dolarů (za trojskou uncí). V případě krytí amerického M2 ze 40 % by potřebná cena zlata přesahovala 20 tisíc dolarů a v případě 20% krytí 10 tisíc dolarů (Revenda, 2013, 2018; World Gold Council, 2018e;

-
- 22 V minulosti se využívalo pro stanovení nutného množství zlata pro obnovení zlatého standardu krytí měnového agregátu M0 (tj. oběživa). Nicméně postupem času bylo usouzeno, že je to v dnešní době nedostačující a je nutné pokrýt širší agregát, kdy s ohledem na vývoj technologií začal být využíván měnový agregát M2.
 - 23 Definice agregátu M2 se ale může napříč zeměmi lišit. Například v rámci Eurosystemu jsou definice peněžních agregátů harmonizovány a měnový agregát M2 je označován za střední peníze (širokými penězi je označován agregát M3). Agregát M2 v sobě zahrnuje užší agregát M1 (v něm jsou oběživo a zůstatky na běžných účtech ihned převoditelné na oběživo nebo použitelné k bezhotovostním platbám), vklady se splatností do 2 let a termínované vklady do 3 měsíců (ČNB, 2021). Kupříkladu americký Fed označuje za široké peníze právě agregát M2 (stejně jako mnohé učebnice ekonomie), ve kterém jsou zahrnuty agregát M1 (oběživo a transakční depozita), depozita úspor, termínované vklady malých částek (ve výši menší než sto tisíc dolarů) a podílové fondy maloobchodního peněžního trhu (Fed, 2021). Pro účely tohoto článku byly využity standardizované agregáty M2 z databáze Refinitiv Datastream odpovídající blíže evropské definici.
 - 24 Ke konci roku 2017 bylo vytěženo zhruba 190 tisíc tun zlata a odhadované nevytěžené zásoby zlata jsou zhruba 54 tisíc tun (World Gold Council, 2018e). Navíc nenávratně ztraceno je zhruba 15 tisíc tun zlata (Revenda, 2018).

Stoeflerle a Valek, 2017). Většina zemí nedosahuje vysokých hodnot ani z pohledu relativního vyjádření ceny zlata k HDP (Příloha).

Ať je zastoupení zlata v devizových rezervách vysoké nebo nízké, nikterak to nemá vliv na případnou praktickou „využitelnost“ devizových rezerv. Obecně se má za to, že by přícházelo do úvahy krajně krizový scénář typu válečného konfliktu, přičemž pravděpodobně by použití devizových rezerv včetně zlata muselo být před tím schváleno (např. v kooperaci vlády a představitelů centrální banky). Rovněž je nutné mít na paměti, že devizové rezervy mají v bilanci centrální banky a v platební bilanci svoji protipoložku, nejde tedy jednoduše o aktivum bez s ním spojeného závazku. Centrální banky drží devizové rezervy i pro případ podpory provádění vlastní měnové politiky. Pokud by například centrální bance vadila přílišná volatilita měnového kurzu, tak může pomocí devizových intervenjí tuto volatilitu snížit. Devizové rezervy lze rovněž použít k případné podpoře finanční stability finančního systému.

Do budoucna lze ale očekávat, že snahy rozvíjejících se zemí v navyšování podílu zlata neustanou a trend navyšování zlatých rezerv bude u nich pokračovat. Mnohé tyto země totiž stále ve zlatě spatřují základ měnového systému a zlato v těchto zemích vzbuzuje nebývalou důvěru nejen u běžných obyvatel, ale i u předních představitelů zemí. Nicméně centrální banky většiny vyspělých zemí již dávno úvahy v tomto směru, tj. znovuzavedení zlatého standardu, opustily, a i proto jsou pro ně úvahy o výraznějším navyšování zlatých rezerv, či dokonce podložení měn zlatem zcela bezpředmětné (Stoeflerle a Valek, 2018; Stoeflerle a Valek, 2017; Stoeflerle a Valek, 2015; Butler, 2012; Nathan, 2011; Lewis, 2007).

Závěr

Historické mezníky 20. a 21. století významně ovlivnily držbu zlata centrálními bankami. Prvním závěrem je, že většina centrálních bank vyspělých zemí, tj. zejména USA a těch centrálních bank, které disponují rezervní měnou, drží větší množství zlata ve svých bilanciích, než je vhodné. Jde ve většině případů o historický pozůstatek předchozích mezinárodních měnových uspořádání. Naproti tomu mnohé vyspělé země postupně během posledních dekád držbu zlata snižovaly, nebo dokonce zcela ukončily. Do této kategorie tzv. „nezlatých centrálních bank“ zemí patří i ČNB, která již před dvaceti lety omezila držbu zlata v devizových rezervách na malé množství určené pro výrobu zlatých mincí.

Motivy a tendence v držbě zlata u centrálních bank vyspělých zemí oproti rozvíjejícím se, resp. rozvojovým ekonomikám jsou často opačné. Druhý závěr tedy ukazuje na to, že obliba zlata v devizových rezervách rozvíjejících se a rozvojových zemí (na rozdíl od zemí vyspělých) v průběhu času roste. To odráží jiné než ekonomické důvody,

tj. historicky a kulturně podloženou roli zlata v daných zemích, kde zlato hraje důležitou součást života. V některých z těchto zemí jsou trendy vyšší držby zlata motivovány politickými důvody a snahou o vytlačení amerického dolaru z bezprecedentní role, kterou USD ve světovém finančním systému stále ještě hraje. Tyto snahy se odrážejí ve zvýšených nákupech zlata ze strany uvedených zemí s cílem vytvořit jeho dostatečné zásoby pro podložení jejich měn tímto drahým kovem. To je však vzhledem k současnému disponibilnímu objemu fyzického zlata a množství peněz v oběhu velice obtížné, resp. utopistické. Základní požadavky kladené na moderní „nezlaté“ centrální banky z pohledu struktury devizových rezerv je přitom zajištění likvidity, použitelnosti a stability hodnoty devizových rezerv. Ostatní role, například spekulace na budoucí růst ceny aktiv (zlata), nepatří do poslání centrálních bank.

Zlato nicméně začíná sloužit jako podkladové aktivum nových forem investic. Třetí závěr ukazuje na budoucí možný směr využití zlata nejen u privátních investorů, ale i u centrálních bank do nových forem investic (ETF fondy, papírové či digitální zlato). Ty mohou být alternativou fyzickému zlatu. Jde však o expozici na cenu zlata, nikoliv o fyzické vlastnictví zlata, což jejich pozici ztěžuje. Navíc nejsou ještě tyto formy investic léty prověřené a chybí jim tak dostatečná důvěra pro jejich využití v rámci podkladového aktiva měn.

Držba zlata ani nové formy investic do zlata nepřispívají k uspokojivé diverzifikaci portfolií. Nelze jednoznačně doporučit využití zlata k diverzifikaci portfolií a už vůbec v něm nelze spatřovat základ devizových rezerv centrálních bank, v němž by měla být alokována větší, či dokonce podstatná část rezerv. Toto dle našeho názoru platí zejména pro vyspělé země a obzvláště pro ty disponující rezervní měnou. Na druhou stranu však nelze zcela říci, že by bylo zlato přežitkem. To dokládá jak novodobá zkušenost se zlatem u rozvíjejících se a rozvojových ekonomik, tak také investiční aktivity soukromých investorů do zlata. Důvodem jistě dílčí renesance investic do zlata shledáváme v určitém investičním konzervatismu, či nebývalé velké obavě z vývoje standardních investičních aktiv, která může být podpořena stále bezprecedentně nízkou úrovní úrokových sazeb ve světové ekonomice. Je ale nutné mít stále na paměti, že investice do zlata je především dlouhodobou investicí a cena zlata, jak bylo ukázáno, hodně kolísá. Proto i přes narůstající zájem o zlato²⁵ – ne vždy motivovaný ekonomickými důvody – nelze očekávat, že se z něj opět stane základ mezinárodního měnového systému, jak tomu bylo v minulosti.

25 Cena zlata dosáhla v roce 2020 svého rekordu, kdy dokonce překonala hranici 2 000 USD za trojskou unci. Od začátku roku 2019 se tak jeho cena zvýšila o více než 700 USD. Ke konci roku 2020 se pak cena zlata pohybovala okolo 1 900 USD za trojskou unci. Důvody tohoto nárůstu lze spatřovat ve vzrůstající nejistotě ve světě způsobené mj. pandemií covid-19.

Příloha:

Držba zlata vybraných centrálních bank

Země	Zlato			
	v tunách	v % celkových rezerv	v % HDP	v % M2
Belgie	227,40	35,06	7,52	1,52
Bulharsko	40,45	5,99	11,77	3,06
Česká republika	8,21	0,24	0,59	0,17
Čína	1 885,48	2,46	2,48	0,28
Dánsko	66,55	4,01	3,29	1,35
Estonsko	0,25	1,10	0,14	0,06
Finsko	49,14	19,31	3,17	1,17
Francie	2 436,04	60,85	15,07	4,11
Chorvatsko	0,00	0,00	0,00	0,00
Indie	612,57	6,14	3,24	4,32
Irsko	6,00	4,80	0,27	0,10
Itálie	2 451,84	66,13	21,08	5,84
Japonsko	765,22	2,47	2,54	0,35
Kanada	0,00	0,00	0,00	0,00
Kypr	13,90	61,90	10,06	na*
Litva	5,82	4,54	2,00	0,78
Lotyšsko	6,62	6,26	3,57	1,68
Lucembursko	2,24	9,96	0,56	0,03
Maďarsko	31,51	4,26	3,62	1,47
Malta	0,19	0,79	0,22	0,03
Německo	3 369,72	70,30	14,55	4,09
Nizozemsko	612,45	66,31	11,47	2,68
Polsko	128,64	4,74	3,89	1,42
Portugalsko	382,54	57,98	27,80	6,24
Rakousko	279,99	49,79	10,62	2,98
Rumunsko	103,70	10,72	8,96	4,76
Rusko	2 168,30	18,50	24,24	12,84
Řecko	113,18	64,51	9,76	2,38
Slovensko	31,69	22,85	5,35	1,82
Slovinsko	3,17	13,73	1,04	0,44
Spojené království	310,29	7,91	1,83	0,56
Spojené státy	8 133,46	74,80	6,50	2,31
Španělsko	281,58	16,38	3,50	0,86
Švédsko	125,72	8,44	3,98	1,43
Švýcarsko	1 040,00	5,36	24,98	4,21
Turecko	293,80	13,96	12,22	5,52

Poznámka: * pro Kypr chybí údaj za M2 v USD; uvedené hodnoty odpovídají konci prvního čtvrtletí 2019.

Zdroj: Refinitiv Datastream; vlastní výpočty

Literatura

- Banco Central de la República Argentina (2018). Speech of Federico Sturzenegger, governor of the Central Bank of Argentina, at the 16th *RAMP Executive Forum for Policy-Makers and Senior Officials*, organized by the World Bank. Buenos Aires: BCRA.
- Bank of Canada (2019). *Taking Precautions: The Canadian Approach to Foreign Reserves Management*. Ottawa: Bank of Canada.
- Bott, S. (2013). *The Global Gold Market and the International Monetary System from the Late 19th Century to the Present*. Houndmills: Palgrave Macmillan. ISBN 978-1-137-30670-8.
- Bryan, S. (2010). *The Gold Standard and the Turn of the Twentieth Century: Rising Powers, Global Money, and the Age of Empire*. New York: Columbia University Press. ISBN 978-0-231-15252-5.
- Buitrago, D., Gupta, G. (2017). Venezuela Oil-backed Cryptocurrency to Launch in Days – Government. 28.12. *Reuters Business News*. London: Thomson Reuters. Dostupné z: <https://www.reuters.com/article/uk-venezuela-economy-cryptocurrency-idUKKBN1EM1ZZ>
- Butler, J. (2012). *The Golden Revolution: How to Prepare for Coming Global Gold Standard*. Hoboken: Wiley. ISBN 978-1-118-13648-5.
- ČNB (2021). *Harmonizované peněžní agregáty České republiky*. Praha: Česká národní banka.
- Drehmann, M., Borio, C., Tsatsaronis, K. (2012). *Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term!* Basel: BIS. ISSN 1682-7678.
- ECB (2019). *As Market Matures Central Banks Conclude that a Formal Gold Agreement Is No Longer Necessary*. Frankfurt am Main: ECB.
- Farhi, E., Maggiori, M. (2016). *A Model of the International Monetary System*. Massachusetts: Harvard University.
- Fed (2021). *What Is the Money Supply? Is It Important?* Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Gold Fields Mineral Services (2019). *Gold Survey* (různé roky).
- Hotelling, H. (1931). The Economics of Exhaustible Resources. *Journal of Political Economy*, 39(2), 137–175, <https://doi.org/10.1086/254195>
- Christiano, L. J., Fitzgerald, T. J. (2003). The Band-pass Filter. *International Economic Review*, 44(2), 435–465, <https://doi.org/10.1111/1468-2354.t01-1-00076>
- IMF (2019). *WEO – Advanced Economies*. Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2018). *Gold in the IMF*. Washington: International Monetary Fund.
- Lewis, N. (2007). *Gold: The Once and Future Money*. New Jersey: John Wiley and Sons, Inc. ISBN 978-0-470-04766-8.
- McGuire, S. (2013). *The Silver Bull Market: Investing in the Other Gold*. Hoboken: Wiley. ISBN 978-1-118-38369-8.

- Mitchell, K. (2013). *Gold Wars: The Battle for the Global Economy*. Atlanta: Clarity Press. ISBN 978-0-9860362-6-2.
- MNB (2018). *Hungary's Gold Reserves Increase Tenfold, Reaching Historical Levels*. Budapest: Magyar Nemzeti Bank. Dostupné z: <https://www.mnb.hu/en/pressroom/press-releases/press-releases-2018/hungary-s-gold-reserves-increase-tenfold-reaching-historical-levels>
- Nathan, P. (2011). *The New Gold Standard: Rediscovering the Power of Gold to Protect and Grow Wealth*. Hoboken: Wiley. ISBN 978-1-118-04322-6.
- NBS (2019). *Devízové rezervy a cudzomenová likvidita*. Bratislava: Národná banka Slovenska..
- Polášková, I., Komárek, L., Škoda, M. (2019). *Novodobá role zlata v bilancích centrálních bank*. Research and Policy Notes No. 1/2019. Praha: Česká národní banka. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/ekonomicky-vyzkum/publikace-vyzkumu/research-and-policy-notes/Novodoba-role-zlata-v-bilancich-centralnich-bank>
- Revenda, Z. (2013). *Peníze a zlato*. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-260-4.
- Revenda, Z. (2018). Krytí peněz v současnosti – mýty, varianty a realita. *Politická ekonomie*, 66(5), 633–651, <https://doi.org/10.18267/j.polek.1219>
- Sjaastad, L. A., Scacciavillani, F. (2003). The Price of Gold and the Exchange Rate, in Tcha, M., ed., *Gold and the Modern World Economy*. London: Routledge, <https://doi.org/10.4324/9780203987643-14>
- Speck, D. (2013). *The Gold Cartel: Government Intervention in Gold, the Mega-bubble in Paper, and What This Means for Your Future*. Houndmills: Palgrave Macmillan. ISBN 978-1-137-28642-0.
- Stoeflerle, R.-P., Valek, J. M. (2015). *In Gold We Trust 2015*. Vaduz: Incrementum AG.
- Stoeflerle, R.-P., Valek, J. M. (2016). *In Gold We Trust 2016*. Vaduz: Incrementum AG.
- Stoeflerle, R.-P., Valek, J. M. (2017). *In Gold We Trust 2017*. Vaduz: Incrementum AG.
- Stoeflerle, R.-P., Valek, J. M. (2018). *In Gold We Trust 2018*. Vaduz: Incrementum AG.
- Šír, V. (2006). *Financování čs. jednotek ve Velké Británii, zlatý poklad*. Praha: Fronta.cz.
- Wiggins, Ch. (2003). Western Australian Mineral Commodity Outlook, in Tcha, M., ed., *Gold and the Modern World Economy*. London: Routledge.
- World Gold Council (2013). *Gold, the Renminbi and the Multi-Currency Reserve System*. London: World Gold Council. Dostupné z: https://www.gold.org/sites/default/files/documents/gold_renminbi_multi-currency_reserve_system.pdf
- World Gold Council (2018a). *Central Bank Gold Agreements*. London: World Gold Council. Dostupné z: <https://www.gold.org/what-we-do/official-institutions/central-bank-gold-agreements>
- World Gold Council (2018b). *Gold-backed ETFs*. London: World Gold Council. Dostupné z: <https://www.gold.org/research/market-primer/gold-backed-etfs>
- World Gold Council (2018c). *Gold Demand Trends Full Year 2017*. London: World Gold Council. Dostupné z: <https://www.gold.org/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-full-year-2017>

- World Gold Council (2018d). *Gold Demand Trends Q2 2018*. London: World Gold Council.
Dostupné z: <https://www.gold.org/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-q2-2018>
- World Gold Council (2018e). *How Much Gold Has Been Mined?* London: World Gold Council.
Dostupné z: <https://www.gold.org/about-gold/gold-supply/gold-mining/how-much-gold>
- World Gold Council (2018f). *Market Update: Central Bank Buying Activity*. London: World Gold Council.
Dostupné z: <https://www.gold.org/research/market-update/central-bank-buying-activity>
- World Gold Council (2018g). *The Relevance of Gold as a Strategic Asset*. London: World Gold Council.
Dostupné z: <https://www.gold.org/goldhub/research/relevance-of-gold-as-a-strategic-asset-2018>
- World Gold Council (2018h). *World Official Gold Holdings*. London: World Gold Council.
Dostupné z: <http://www.gold.org/research/latest-world-official-gold-reserves>
- World Gold Council (2020). *Gold Demand Trends Full Year 2019*. London: World Gold Council.
Dostupné z: <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-full-year-2019>