



Zabudnite na krytie svetových mien zlatom

prof. Ing. Božena Chovancová, PhD., Ing. Peter Árendáš, PhD.
Katedra bankovníctva a medzinárodných financií
Ekonomická univerzita v Bratislave

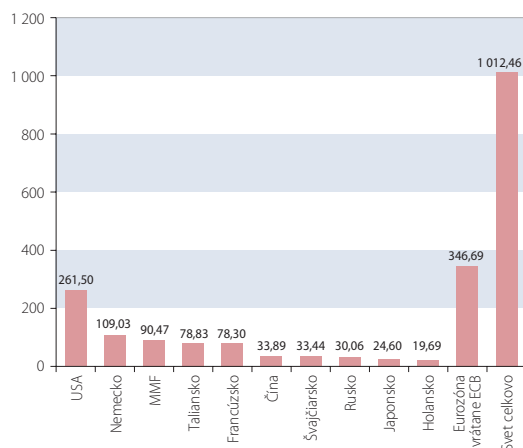
V spojitosti s finančnou krízou, globálnou hospodárskou krízou a prepadmi akciových trhov svetová investorská verejnosť čoraz častejšie obracia pozornosť na zlato ako jeden z najstarších investičných prostriedkov. Napriek tomu, že investícia v podobe zlata neprináša investorom (najmä v prípade dlhodobejšej držby) pravidelné ročné výnosy, či už v podobe úrokových výnosov, resp. dividend, a s jeho úschovou sa spájajú často ďalšie dodatočné náklady, zlato naďalej plní funkcie miery a uchovávateľa hodnôt. Z tohto dôvodu ho aj dnes analytici odporúčajú veľkým inštitucionálnym investorom, ale aj malým individuálnym investorom ako stabilizačnú zložku portfólií.

Ďalšou oblasťou, ktorú v súčasnosti výrazne ovplyvnili problémy svetovej ekonomiky, je menová politika. Rast verejných dlhov vyspelých krajín sveta, ktoré vyústili hlavne v Európe do dlhovej krízy, a problémy v platobných bilanciách sa spájajú s vysokou volatilitou menových kurzov a s devalvačnými tlakmi na jednotlivé svetové meny. Pod tieto negatívne tendencie sa podpisuje aj slabá účinnosť monetárnej či fiškálnej politiky so svojimi nástrojmi, ktoré v porovnaní s predchádzajúcimi krízovými obdobiami neprinesli očakávané efekty. Častejšie kvantitatívne uvoľňovanie, ktoré zvyšuje objemy nových peňazí do jednotlivých ekonomík, ale i celého sveta, a vysoké vládne výdavky vedúce k rastu zadlženosti prispeli nielen k inflačnému tlaku a možnosti nového znehodnotenia mien, ale i k nástupu novej recesie. Medzi odborníkmi, najmä v oblasti menových systémov, sa čoraz častejšie ozývajú hlasy, ktoré volajú po obnovení krytia meny zlatom, resp. k návratu k zlatému štandardu.

NÁVRAT K ZLATÉMU KRYTIU – ZLATÉ REZERVY?

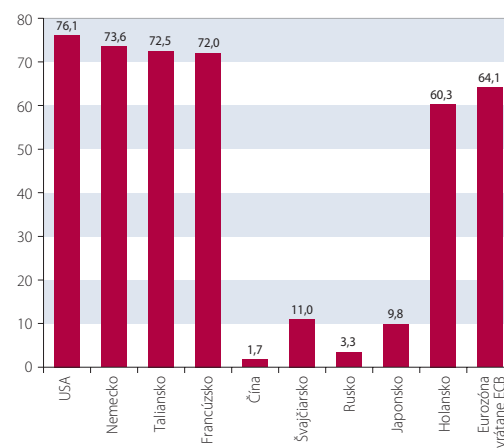
V minulom roku upútala pozornosť verejnosti publikácia známeho autora Johna Butlera (2012) (5) *The Golden Revolution: How to Prepare for the Coming Global Gold Standard*. Ako vyplýva z názvu publikácie, venuje sa problému možného prechodu k zlatému štandardu. Autor argumentuje aj tým, že zlato pomáha chrániť súkromné vlastníctvo a chráni pred infláciou. Podľa neho obmedzuje tiež možnosti vlád, pokiaľ ide o deficitné financovanie, a tým aj prenos bremena dlhov na ďalšie generácie. Zlatým štandardom by sa podľa Butlera vytvorila aj lepšia kontrola vládnych výdavkov, ktoré by lepšie odzrkadľovali spoločenské preferencie. V médiách a na internete sa viedli rozsiahle diskusie stúpcov i odporcov tejto teórie. Nikto sa však nezamýšľal nad tým, či takéto krytie je vôbec reálne pri súčasnej úrovni svetovej ekonomiky, aké sú skutočné zásoby zlata vo svete, resp. aká percentuálna výška zlatého krytia by bola v praxi reálna.

Graf 1 Oficiálne rezervy zlata na konci roku 2012 (v miliónoch trojských uncí – toz)



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov The World Gold Council.

Graf 2 Percentuálny podiel zlata na celkových rezervách (koniec roka 2012) (v %)



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov The World Gold Council.



Tab.1 Menový agregát M2 v USA a zlaté rezervy (koniec roka 2012)

	Hodnota v USD	Podiel zlatého krytia M2
Agregát M2 v USA	10 391 300 000 000	4,253 %
Zlaté rezervy (cena 1690 USD/toz december 2012)	441 931 784 295	

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov St. Louis FED.

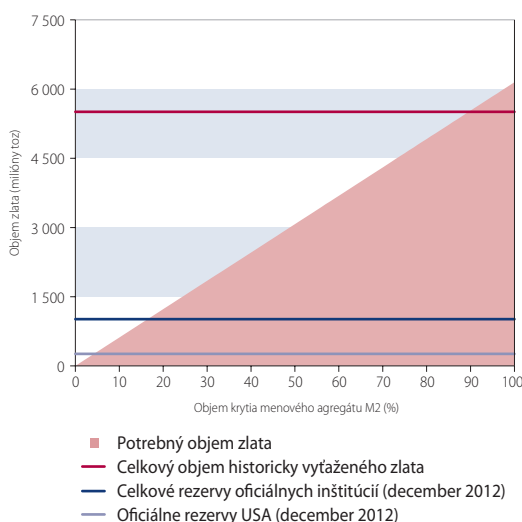
Zlato zohrávalo pozitívnu úlohu v menovom systéme celé tisícročia. Po páde Brettonwoodského menového systému, keď medzinárodný menový fond rozpredal podstatnú časť svojich zlatých menových rezerv, sa zrušila vymeniteľnosť vedúcej svetovej meny za zlato. Tým prakticky ustúpila do pozadia aj jeho funkcia ako výmenného prostriedku vo svete. Napriek tejto skutočnosti zlato naďalej zostávalo ako rezervný prostriedok v centrálnych bankách a tak sú centrálné banky aj v súčasnosti najväčšími hráčmi pri obchodovaní na svetových trhoch. Ich vplyv sa prejavuje aj v tom, že dokážu výrazne ovplyvniť aj cenu zlata. Aké objemy zlata v súčasnosti spravujú centrálné banky, uvádza graf 1.

Ako vyplýva z tohto grafu, najväčším objemom zlata disponujú centrálné banky v USA a v Nemecku. Je nevyhnutné upozorniť na to, že aj ďalšie štáty, a to hlavne Čína či Rusko, v posledných rokoch výrazne zvyšovali podiel zlata vo svojich devízových rezervách. Najmä neustále znehodnocovanie amerického dolára, ktorý tvoril podstatnú časť devízových rezerv týchto krajín, viedlo k tomu, že ich začali vymieňať za zlato. Vstup centrálnych bánk týchto krajín na trh zlata prispel často aj k efektu výraznejšieho rastu ceny zlata. Napriek tomu musíme konštatovať, že podiel zlata na ich celkových rezervách aj dnes predstavuje len minimálnu úroveň (graf 2).

Najviac zlata aj napriek vážnym ekonomickým problémom stále vlastní USA, ktoré ešte stále predstavuje najväčšiu ekonomiku vo svete. Taktiež americký dolár je napriek postupnému oslabovaniu pozícií stále hlavnou svetovou rezervnou menou. V USA v roku 2006 prestali vykazovať agregát M3 a určujúcim ukazovateľom objemu americkej peňažnej zásoby sa stal agregát M2. Aké sú súvislosti medzi menovým agregátom M2 a zlatom?

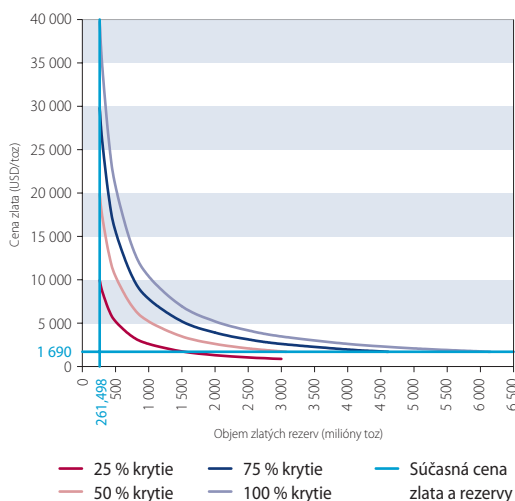
Aby krytie meny zlatom malo hlbší význam, bol by potrebný vyšší percentuálny podiel na agregáte M2. V 30. rokoch, keď bol americký dolár krytý zlatom, bola zákonom stanovená úroveň krytia na úrovni 40 %. Na dosiahnutie takejto úrovne krytia by pri cene zlata 1690 USD/toz boli potrebné zlaté rezervy vo výške takmer 2,46 miliardy toz. Len na porovnanie, celkové oficiálne zlaté rezervy dvoch stoviek centrálnych bánk, MMF a Svetovej banky boli k decembru 2012 na úrovni 1,012 miliardy toz. To znamená, že na pokrytie vlastného agregátu M2 by USA potrebovali zlaté rezervy na úrovni takmer 250 % súčasných celosvetových zlatých rezerv oficiálnych inštitúcií. Navyše ide o približne 45 % objemu všetkého zlata vyťaženého za celú históriu ľudstva, ktorý sa odhaduje na 5,5 miliardy

Graf 3 Objem zlata potrebný na x-percentné krytie agregátu M2 USA zlatom pri cene 1 690 USD/toz



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov The World Gold Council a Federal Reserve Economic Data.

Graf 4 Krytie agregátu M2 USA zlatom pri rôznych objemoch rezerv a cien zlata



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov Federal Reserve Economic Data.

toz¹. Graf 3 znázorňuje možnosti krytia agregátu M2 USA pri rôznych úrovniach krytia.

Ako vyplýva z grafu 3, pri súčasných cenách by ani všetko historicky vyťažené zlato nestačilo na 100-percentné krytie USD. V prípade potreby úpl-

¹ http://www.gold.org/about_gold/story_of_gold/numbers_and_facts/



ného pokrytia amerického agregátu M2 zlatom, by pri súčasných cenách ani doteraz historicky vyťažené zlato nepostačovalo na pokrytie USD. Ak by sme uvažovali s historicky 40-percentným menovým krytím zlatom, potom by sa pri súčasnej úrovni amerických zlatých rezerv musela cena zlata pohybovať podľa našich výpočtov na úrovni 15 900 USD/toz.

Alternatívne základné scenáre pri rôznych úrovniach krytia, rôznych objemoch rezerv a rôznych cenách zlata znázorňuje graf 4. Ide o predpoklad 25 %, 50 %, 75 % a 100 % krytia agregátu M2 zlatom.

Ako vidno, všetky uvedené scenáre predpokladajú kombináciu niekoľkonásobného zvýšenia objemu zlatých rezerv a/alebo cien zlata. Zároveň je zjavné, že viac ako 25 % krytie zlatom sa javí byť nereálne, pretože by sa musel výrazne zvýšiť objem rezerv pri súčasnom niekoľkonásobnom raste cien zlata.

Veľmi ťažko je odpovedať na otázku, odkiaľ by získali USA zdroje na nákup ďalšieho zlata do rezerv. Možným riešením by mohla byť konfiškácia zlata americkým občanom, podobne ako v 30. rokoch 20. storočia. Takýto krok je však v súčasnosti diskutabilný a zrejme by ani neexistovala politická vôľa takýto krok zrealizovať. Prispieva k tomu aj fakt, že takýto krok by bol zrejme neefektívny, keďže v súčasnom globalizovanom svete nie je ani pre bežných investorov problém držať fyzické zlato v bezpečných krajinách, ako je Švajčiarsko alebo niektorý z daňových rajov.

Pozornosť sme sústredili aj na devízové rezervy a podiel zlata v rámci eurozóny a Číny. Euro ako mena zaznamenáva v súčasnosti vo svete rastúci vplyv, možno hovoriť o mene číslo dva vo svete. Vplyv eura sa prejavuje aj zvýšeným podielom v devízových rezervách viacerých štátov. Čína zasa predstavuje v súčasnosti najrýchlejšie sa rozvíjajúcu megaeonomiku sveta a zaraďuje sa na druhú priečku svetových ekonomík za USA. Netají sa ambíciami stať sa svetovou ekonomickou jednotkou a postupne sa zbaviť závislosti od USD. Problém financovania nákupu zlata by na prvý pohľad nemal predstavovať výraznejší problém pre Čínu, ktorá má obrovské menové rezervy. Tie možno označiť za najväčšie devízové rezervy na svete. Pri dôkladnejšej analýze však narazíme na problém, do akej miery je reálne zásadnú časť týchto rezerv použiť na nákup zlata. Treba si tiež

uvedomiť, že čínsky hlavný menový agregát M2 je takmer o polovicu väčší ako agregát M2 USA. Okrem toho stále je tu problém, od koho všetko potrebné zlato nakúpiť.

Bolo by možné v prípade eurozóny či Číny uvažovať o zlatom krytí mien? Čo dokazujú naše výpočty?

Podobne ako v USA, aj v rámci eurozóny by pri krytí eura zlatom bolo nevyhnutné dosiahnuť niekoľkonásobný rast objemu zlatých rezerv pri paralelnom výraznom raste ceny zlata. Hoci má Čína oveľa rozsiahlejšiu peňažnú zásobu v porovnaní s USA aj eurozónou, jej súčasný objem zlatých rezerv je podstatne menší. Ak by sme v prípade Číny uvažovali čo len s 25 % krytím menového agregátu M2, pri decembrovej cene zlata 1 690 USD/toz by Čína potrebovala viac ako 2,241 miliardy toz, na 100 % krytie dokonca 8,966 miliardy toz zlata, čiže 1,628-násobok odhadu všetkého zlata vyťažného v histórii ľudstva.

Ak by sme uvažovali o možnosti krytia týchto svetových mien zlatom, potom by bola nevyhnutná podstatne vyššia ťažba zlata, ale i vyššia cena zlata. Celková hodnota agregátov M2 Číny a USA a agregátu M3 eurozóny bola k novembru 2012 viac ako 38,1 bilióna USD. V grafe 5 uvádzame variantné riešenie, za predpokladu, že by táto suma bola krytá zlatom na úrovni 25 %, 50 %, 75 % a 100 %, pričom budeme uvažovať, že sa použije:

- všetko zlato vyťažené v minulosti (tento scenár je však nereálny a slúži len na ilustráciu),
 - len objem zlata rovnajúci sa súčasnému objemu zlata v rezervách centrálnych bánk a medzinárodných inštitúcií.
- Z grafu 5 je zjavné, že všetky tri meny by sa naraz dali kryť zlatom len pri využití celého objemu historicky vyťažného zlata, čo je však nereálne. Pri použití objemu zlata na úrovni súčasných celosvetových oficiálnych zlatých rezerv by už pri snahe o 25 % krytie musela cena zlata vzrásť takmer na 10 000 USD/toz. To by však so sebou prinieslo viacero problémov, vrátane kolapsu významných finančných inštitúcií na čele s Goldman Sachs a JP Morgan, ktoré držia rozsiahle nekryté krátke pozície na drahé kovy. Rozsah týchto pozícií a pákový efekt by viedli k vzniku obrovských strát, ktoré by viedli ku krachu týchto inštitúcií a následným otrasom vo svetovej ekonomike, oveľa silnejším ako po páde Lehman Brothers. Navyše obchodovanie so zlatom nadobudlo virtuálnu podobu,

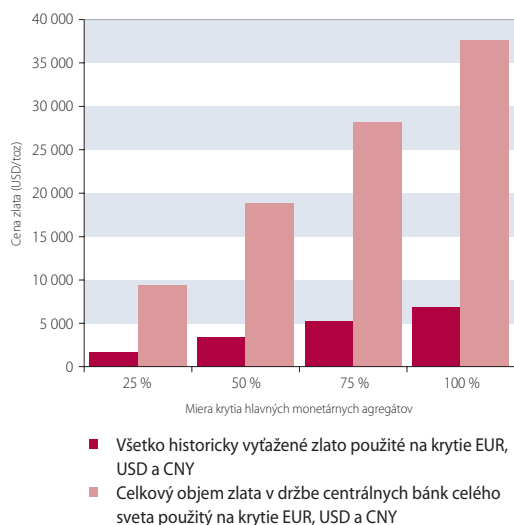
Tab. 2 Menové agregáty a zlaté rezervy (koniec roka 2012)

	Hodnota v USD	Podiel zlatého krytie hlavného menového agregátu
Agregát M3 v eurozóne	12 557 000 000 000	4,666 %
Zlaté rezervy (cena 1690 USD/toz, december 2012)	585 908 035 050	
Agregát M2 v Číne	15 152 000 000 000	0,378 %
Zlaté rezervy (cena 1690 USD/toz, december 2012)	57 274 272 380	

Zdroj: Vlastné výpočty.



Graf 5 Súbežné krytie agregátov M2 Číny a USA a agregátu M3 eurozóny



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov The World Gold Council, Federal Reserve Economic Data, ECB a Tradingeconomics.

pretože v súčasnosti zhruba len 5 % obchodov so zlatom má charakter fyzickej dodávky zlata a zvyšok predstavujú najmä špekulatívne obcho-

dy spojené s derivátmi. V praxi to znamená často paradoxný stav, keď sa zrealizujú objemy obchodov so zlatom, ktoré sa v skutočnosti nevyťažilo, resp. ktoré neexistuje. Treba brať do úvahy aj fakt, že veľké objemy zlata majú podobu lízingových obchodov a zlato sa fiktívne presúva z krajiny do krajiny formou lízingových služieb, čím sa virtuálne znásobujú objemy zlata pri obchodovaní.

ZÁVER

Uvedené fakty dokazujú, že za súčasných podmienok je nereálne krytie čo len jednej svetovej meny zlatom. Možnosti krytia bráni veľkosť samotných menových agregátov M2 a M3 a nízka tržobná hodnota zlata. Za predpokladu čo len čiastočného krytia by bolo nevyhnutné zvýšiť menové rezervy v podobe zlata a to by sa odzrkadlilo aj v niekoľkonásobnom raste ceny zlata. Okrem toho musíme brať do úvahy aj obmedzenosť výskytu zlata v prírode a teda najsť protistranu, ktorá zlato ponúkne. napokon je tu aj rast dopytu po zlate so strany priemyslu. Dnes je zlato surovina, ktorá nachádza uplatnenie nielen v investičnom procese a v menových rezervách, ale i v najnovších technológiách, vo farmaceutickom a kozmetickom priemysle a v medicíne. V týchto sférach plní zlato tiež nezastupiteľnú úlohu a dopyt sa stále zvyšuje.

Použité zdroje:

1. André Astrow (2012): *Gold and the International Monetary System*, Chatham House Report, ISBN 978-186-203260-6.
2. Chovancová, B. a kol: *Komoditné trhy a reálne investície*, IURA Edition, Bratislava 2012.
3. John Butler (2012) (5) v práci *The Golden Revolution: How to Prepare for the Coming Global Gold Standard*, John Wiley and Sons Inc, New Jersey, USA, ISBN 978-1-118-26348-5.
4. Factsheet gold in the IMF (2012), <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/gold.pdf>
5. <http://research.stlouisfed.org>
6. <http://www.tradingeconomics.com>
7. <http://stats.ecb.europa.eu>
8. <http://www.kitco.com>
9. <http://www.gold.org>

I N F O R M Á C I E



Návšteva guvernérov európskych centrálnych bánk v Kremnici

V prvé májové dni sa v Bratislave uskutočnilo výjazdové rokovanie Rady guvernérov Európskej centrálnej banky. Po náročnom programe v Bratislave bol v sobotu 4. mája 2013 pre účastníkov rokovania pripravený oddychový deň v Kremnici. Mesto, ktoré bolo jedným z dôležitých hospodárskych centier v dejinách Slovenska, s bohatou históriou a unikátnou, už po stáročia stále živou tradíciou mincovníctva, navštívili guvernéri centrálnych bánk a ich sprevádzajúce osoby zo Španielska, Belgicka, Holandska, Portugalska, Slovinska, Fínska a Slovenska.

Hostí v Kremnici privítala riaditeľka Múzea mincí a medailí Mariana Novotná. Nasledovala návšteva kremnickej mincovne, po ktorej sa spoločne presunuli na Mestský hrad. V Kostole sv. Kataríny si vypočuli krátky organový koncert v podaní Imricha Szabóa (organ) a Miriam Žiarnej (spev). Po hudobnom umeleckom zážitku nasledovala prehliadka Kostola sv. Kataríny a areálu Mestského hradu. Niektorí z hostí využili príležitosť pozrieť si panorámu historického mesta a okolitej prírodnej scenérie z veže Kostola sv. Kataríny. Záver návštevy Kremnice patrilo prehliadke numizmaticko-



-historickej expozície Múzea mincí a medailí s názvom Líce a rub peňazí. Expozícia, nachádzajúca sa v historickej budove pôvodne stredovekého meštianskeho domu, vzácnym návštevníkom priblížila najdôležitejšie okamihy z dejín peňazí na Slovensku.