

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ČERVENEC

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2018

I. Shrnutí	2
II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Německo	4
II.3 Spojené státy	5
II.4 Spojené království	6
II.5 Japonsko	6
III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC	7
III.1 Čína	7
III.2 Indie	7
III.3 Rusko	8
III.4 Brazílie	8
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	9
IV.1 Vyspělé země	9
IV.2 Země skupiny BRIC	10
V. Vývoj na komoditních trzích	11
V.1 Ropa a zemní plyn	11
V.2 Ostatní komodity	12
VI. Zaostřeno na...	13
Kryptoaktiva vs. konvenční investice v době nízkých úrokových sazeb	13
A. Přílohy	19
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017	19
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017	19
A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny	20
A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny	21
A5. Seznam zkratk použitých v GEVU	22

Datum uzávěrky dat

13. července 2018

Sběr dat CF

9. července 2018

Datum publikace GEVU

20. července 2018

Poznámky ke grafům

Předpovědi Fed a ECB: střed intervalu

U výhledů HDP a inflace šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému GEVU. Není-li šipka uvedena, znamená to, že nová předpověď není dostupná. Hvězdička označuje prvně publikovanou předpověď pro daný rok. Historická data jsou převzata z CF, s výjimkou MT a LU, u nichž pochází z EIU.

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Datastreamu.

Předpovědi sazeb EURIBOR a LIBOR jsou vytvořeny na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpovědi výnosů německého a amerického vládního dluhopisu (Bund 10R a Treasury 10R) jsou převzaty z CF.

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Pavla Růžičková	Oxana Babecká	Martin Motl	Filip Novotný
Garant I. Shrnutí	Editorka II.4 Spojené království	Editorka III.3 Rusko III.4 Brazílie	II.1 Eurozóna	II.2 Německo
Soňa Benecká	Iveta Polášková	Jan Hošek	Alexis Derviz	
II.3 Spojené státy III.1 Čína	II.5 Japonsko III.2 Indie	V.1 Ropa a zemní plyn V.2 Ostatní komodity	VI. Zaostřeno na...	

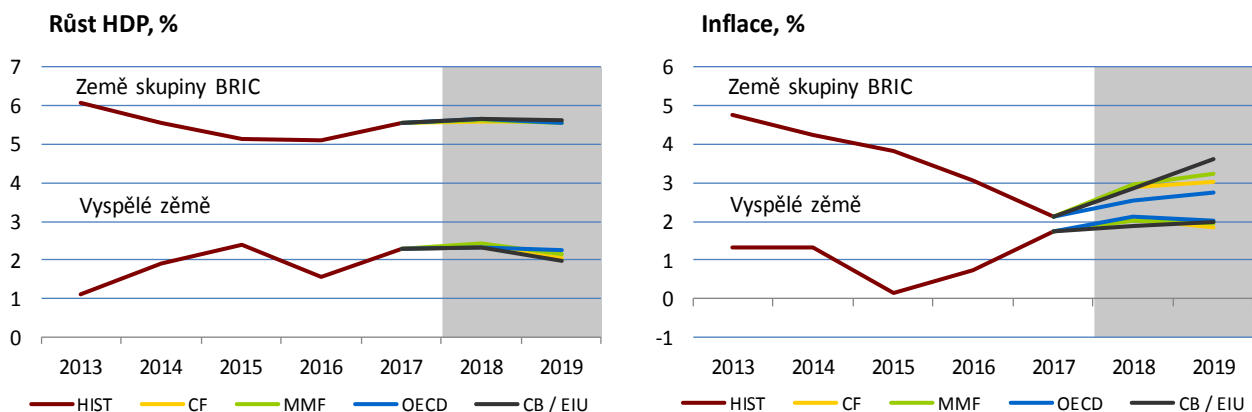
První letošní prázdninové vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. Analytická část tohoto čísla je věnována trhu s kryptoaktivy. Ten během posledního roku zažil výrazný vzestup. Naším cílem je zjednodušeně vyhodnotit, do jaké míry je současný silný zájem o kryptoaktiva dán skrovnou mírou zhodnocení klasických konzervativních investic v období bezprecedentně nízkých úrokových sazeb.

Červencové výhledy hospodářského růstu námi sledovaných vyspělých ekonomik oproti minulému měsíci téměř nedoznaly změn. Výjimku tvoří lehce zvýšené výhledy u inflace v případě eurozóny a Německa, u kterého došlo navíc k poklesu výhledů tamního HDP. Hlavní nejistota výhledů pramení ze zhoršujících se očekávání ohledně vývoje světového obchodu. Ten by stále více mohla negativně ovlivňovat protekcionistická opatření Spojených států a následné odvetné reakce postižených zemí. Nicméně dle aktuálních výhledů budou Spojené státy pokračovat v robustním, téměř 3% hospodářském růstu, a to i přes další očekávané zpříšňování měnové politiky Fedu. O poznání nižší trajektorii hospodářského růstu oproti USA i eurozóně nadále avizují výhledy pro Spojené království a Japonsko, které oproti minulému měsíci nedoznaly změn. V případě Spojeného království jde zejména o již delší dobu působící negativní faktory spojené s brexitem, který s přibývajícím časem stále postrádá jasnější kontury. Výhledy britské inflace setrvávají nad inflačním cílem, postupně se tak zvyšuje pravděpodobnost dalšího zvýšení tamních úrokových sazeb. Očekávaný vývoj inflace v Japonsku se jen stěží odpoutá od nízké 1% hranice.

U zemí skupiny BRIC se očekávají nadále solidní výhledy tempa růstu HDP. Pro Indii i Čínu setrvávají výhledy tradičně silné ekonomické dynamiky kolem aktuálních úrovní již několik měsíců. Zda se tyto výhledy naplní, bude u Číny do značné míry záviset na míře eskalace obchodních sporů se Spojenými státy. Indická ekonomika se ze současných nepatrně oslabených temp bude navracet k úrovním převyšujícím 7,5% růst HDP. Očekávané hodnoty inflace pro Čínu jsou relativně nízké a jen mírně převyšují 2% úroveň. Očekávání cenového růstu v Indii se mírně zvýšilo a dosáhlo 5% hladiny, což je stále v makroekonomickém souladu s tamním robustním hospodářským růstem. Výhledy pro Brazílii a Rusko se za poslední měsíc spíše zhoršily. Nicméně jejich očekávané výsledky jsou stále solidní, pokud je posuzujeme optikou tamního pokrízového vývoje. Brazílská ekonomika by měla přes aktuální korekci směřovat k téměř 3% a ruská pak ke 2% růstu, a to při inflaci na hodnotách blízkých 4 %.

Úrokové sazby v eurozóně setrvávají dle tržních výhledů záporné až do konce roku 2019. V případě Spojených států lze naopak očekávat pokračující pozvolné zvyšování úrokových sazeb. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu oslabit vůči všem námi sledovaným měnám s výjimkou rupie, vůči které by měl být zhruba stabilní. Výhled ceny ropy Brent byl oproti červnovému vydání ovlivňován nezvykle mnoha faktory; v ročním horizontu se bude dle CF pohybovat lehce nad 71 USD/barel. Ceny kovů na výhledu více méně stagnují, ceny potravinářských komodit by se měly obrátit k růstu.

Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích

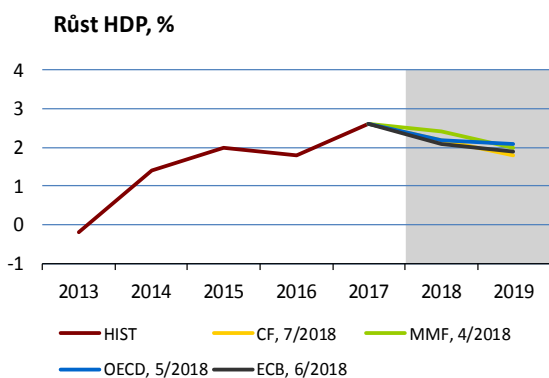


Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2013–2016 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené království, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

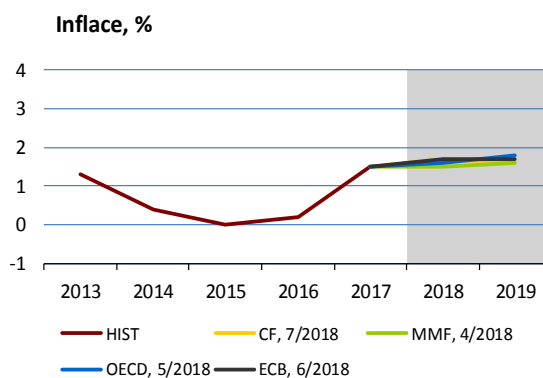
II.1 Eurozóna

I přes nedávné slabší než očekávané údaje zůstává hospodářský růst v eurozóně solidní. Některé poslední hospodářské ukazatele a výsledky průzkumů jsou slabší, ale zůstávají konzistentní s pokračujícím hospodářským růstem. Např. index nákupních manažerů ve zpracovatelském průmyslu sice od ledna klesá, ale s červnovou hodnotou 54,9 je stále nadprůměrný a bezpečně v pásmu expanze. Pokračující uvolněná měnová politika ECB podporuje domácí poptávku. Soukromé spotřebě pomáhá pokračující snižování míry nezaměstnanosti, která ve druhém čtvrtletí klesla na 8,4 %, a také nadále rostoucí disponibilní důchod domácností. Ten je však částečně kompenzován vyššími cenami pohonných hmot. Příznivé podmínky financování a solidní poptávka domácností podporují podnikatelské investice. Poslední dobou však vzrostla nejistota související s globálními faktory. Zavádění vyšších obchodních cel a možnost dalších ochranných opatření představují pro dynamiku ekonomického růstu jedno z klíčových rizik. Sledované výhledy růstu HDP tak byly pro letošní rok revidovány směrem dolů. Tempo růstu ekonomické aktivity v eurozóně by tak mělo letos dosáhnout přibližně 2,2 %, v příštím roce se očekává jeho zpomalení na 1,8 %.

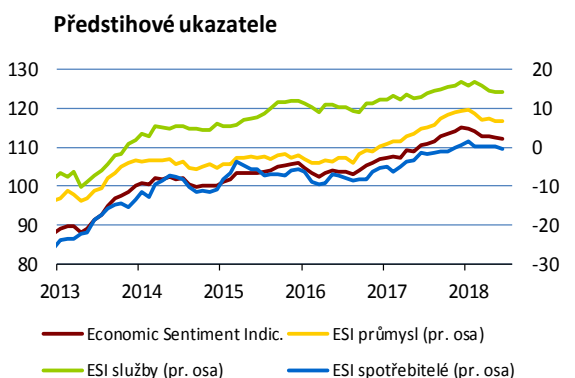
Podle předběžného odhadu Eurostatu meziroční inflace v eurozóně, vzrostla z květnové hodnoty 1,9 % na 2 % v červnu. Naopak jádrová inflace se oproti květnovým 1,1 % v červnu mírně snížila na 1 %. K růstu cen v eurozóně tak aktuálně nejvíce přispívají ceny energií, dále pak ceny potravin a služeb. Na základě tržních výhledů by však cena ropy měla z aktuálně zvýšených úrovní na horizontu prognózy postupně klesat. V letošním a příštím roce by se měla celková inflace pohybovat kolem 1,7 %. Přitom jádrová inflace by se měla z letošních 1,1 % zvýšit na 1,4 % v příštím roce. K růstu cen by tudíž na horizontu prognózy měly přispívat spíše domácí nákladové faktory – vyšší míra využití kapacit, napjatější trh práce a pokračující růst mezd a nadále uvolněná měnová politika ECB.



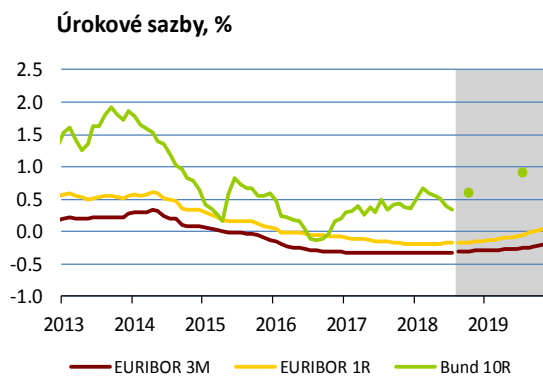
	CF	MMF	OECD	ECB
2018	2.2	2.4	2.2	2.1
2019	1.8	2.0	2.1	1.9



	CF	MMF	OECD	ECB
2018	1.7	1.5	1.6	1.7
2019	1.6	1.6	1.8	1.7



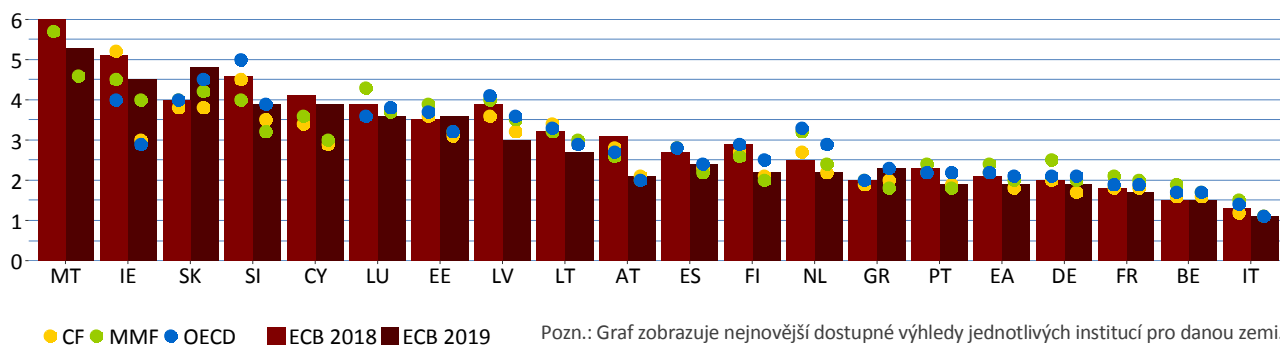
	ESI	průmysl	služby	spotřeb.
4/18	112.7	7.3	14.7	0.3
5/18	112.5	6.9	14.4	0.2
6/18	112.3	6.9	14.4	-0.5



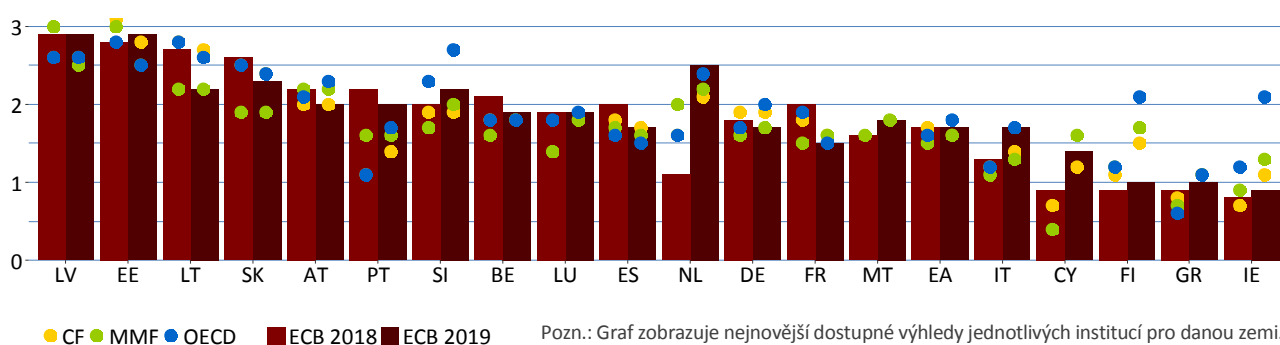
	06/18	07/18	10/18	07/19
3M EURIBOR	-0.32	-0.32	-0.31	-0.25
1Y EURIBOR	-0.18	-0.18	-0.16	-0.05
10Y Bund	0.39	0.33	0.60	0.90

II. EKONOMICKÝ VÝHLED VE VYSPĚLÝCH ZEMÍCH

Výhledy růstu HDP v zemích eurozóny pro rok 2018 a 2019, %

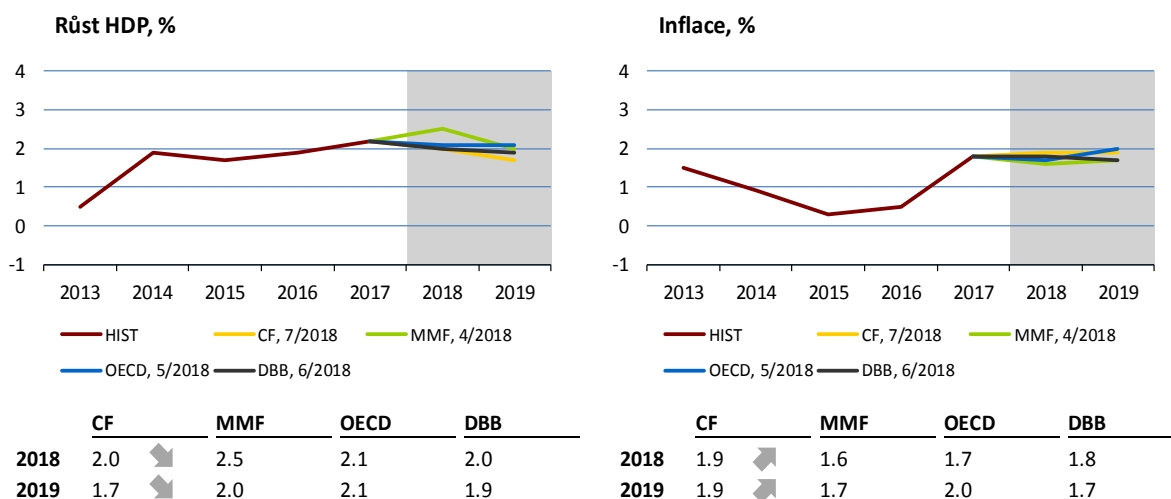


Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2018 a 2019, %



II.2 Německo

Výhledy ekonomického růstu pro Německo byly přehodnoceny směrem dolů (CF). Tyto revize mj. zohledňují zpomalení růstu HDP v prvním čtvrtletí 2018, které bylo dáno zejména poklesem příspěvku čistého vývozu, ale také investic a vládní spotřeby. Předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu od začátku letošního roku postupně klesá, přesto se stále nachází zřetelně v pásmu expanze. K dalšímu zhoršení došlo také u předstihových indikátorů IFO a ZEW. Rizikem pro německou exportně orientovanou ekonomiku je zejména nárůst protekcionistických tlaků v zahraničním obchodě, ke kterým se přidává riziko „tvrdého“ brexitu. Co se týče cenového výhledu, červencový CF vnímá ve srovnání s předchozím měsícem vyšší inflační tlaky. Při relativně stabilní jádrové inflaci přispívají k růstu celkové inflace od května letošního roku zejména ceny energií.

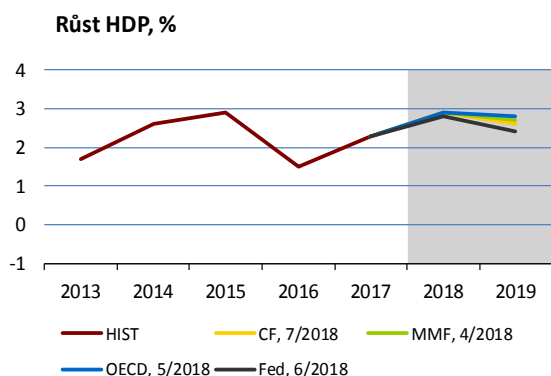


II.3 Spojené státy

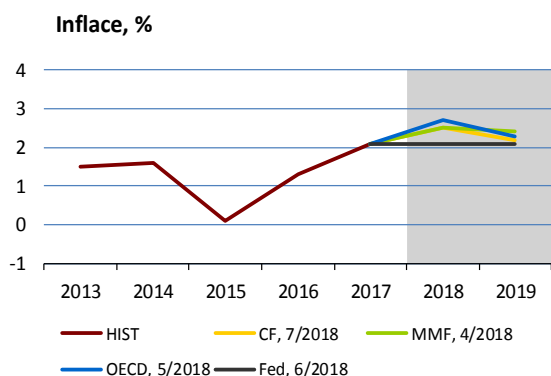
Na začátku července dále gradoval obchodní spor mezi USA a Čínou, když Spojené státy zavedly clo ve výši 25 % na dovoz čínského zboží v úhrnné roční hodnotě 34 mld. USD. Čína obratem reagovala uvalením cel na americké zboží ve stejném objemu. Následovalo oznámení americké strany o zavedení 10% cla na dovoz čínského zboží, jehož roční hodnota dosahuje 200 mld. USD. Cla, která by měla vstoupit v platnost v září, se však již budou týkat i běžného spotřebního zboží (např. kabelky nebo digitální fotoaparáty). Prezident USA Trump již dříve pohrozil, že je připraven zavést cla na zboží v objemu 550 miliard dolarů, což je více, než činil celkový loňský čínský dovoz do USA. V roce 2017 Čína do Spojených států dovezla zboží za 506 miliard USD. Zároveň celá řada zemí, vč. EU, zavedla odvetná cla na dovozy z USA, ale rozsah opatření nepřesáhl u jednotlivých obchodních partnerů 3 % celkových dovozů.

Eskalace obchodních sporů představuje významné riziko pro průmysl v USA. Nicméně, průmyslová produkce v květnu rostla robustním meziročním tempem 3,5 % a využití kapacit se dále zvýšilo. Předstihový indikátor ISM PMI ve zpracovatelském průmyslu překonal v červnu tržní očekávání, když expandovala rychle nejen produkce, ale i tvorba zásob. I sentiment spotřebitelů zůstává robustní, byť se zhoršilo očekávání budoucích podmínek. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru v červnu dosáhl 213 tisíc, což potvrzuje přetrvávající pozitivní podmínky na trhu práce. Míra nezaměstnanosti (4 %) jen lehce korigovala předchozí snížení a průměrná hodinová mzda vzrostla meziročně o 2,7 %, stejně jako v předchozím měsíci. Dle atlantského Fedu by růst HDP ve druhém čtvrtletí mohl dosáhnout 3,9 %.

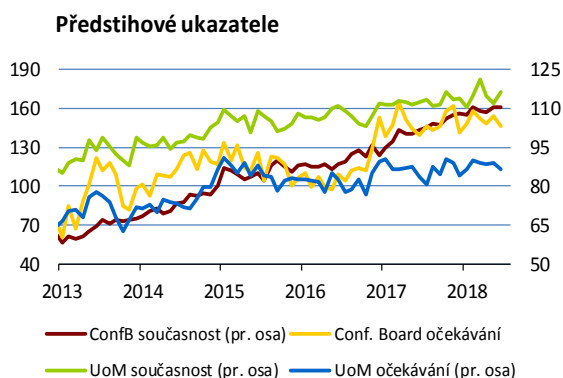
V souladu s očekáváním se dále zvýšily inflační tlaky, když v květnu jádrová PCE inflace dosáhla cíle centrální banky. Celková inflace v červnu vzrostla na 2,8 %, zejména v důsledku zvyšujících se cen energií, ale spekuluje se již i o vlivu zavedení cel na dovážené výrobky. Napětí v mezinárodním obchodě pak dle zápisu z jednání FOMC představuje pro americkou ekonomiku podstatné riziko, a to zejména s ohledem na investice podniků.



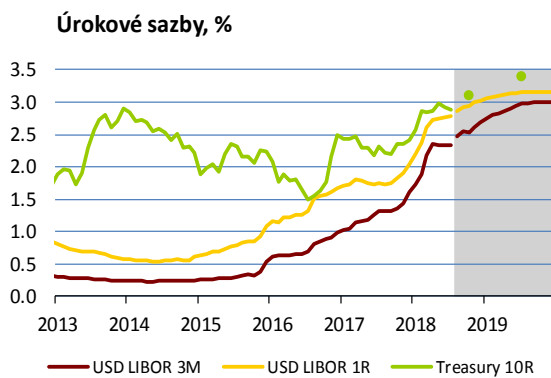
	CF	MMF	OECD	Fed
2018	2.9	2.9	2.9	2.8
2019	2.6	2.7	2.8	2.4



	CF	MMF	OECD	Fed
2018	2.5	2.5	2.7	2.1
2019	2.2	2.4	2.3	2.1



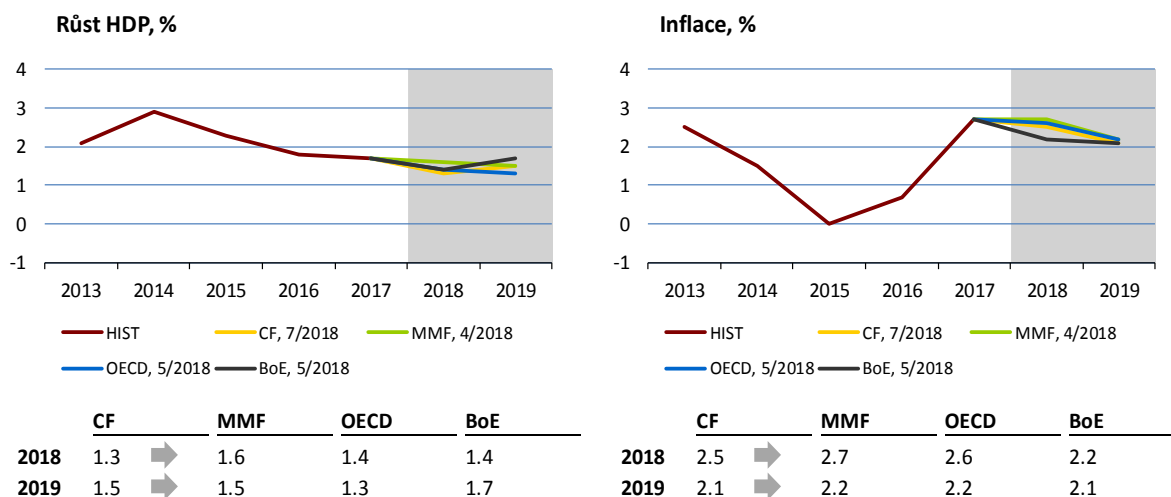
	ConfB souč.	ConfB oček.	UoM souč.	UoM oček.
4/18	157.5	104.3	114.9	88.4
5/18	161.2	107.2	111.8	89.1
6/18	161.1	103.2	116.5	86.3



	06/18	07/18	10/18	07/19
USD LIBOR 3M	2.33	2.34	2.53	2.97
USD LIBOR 1R	2.76	2.76	2.94	3.15
Treasury 10R	2.91	2.87	3.10	3.40

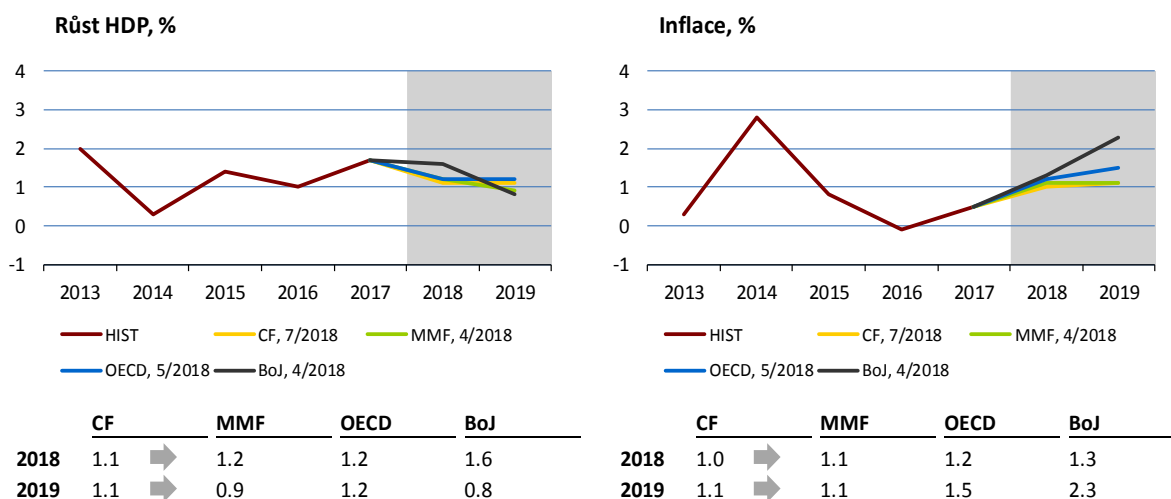
II.4 Spojené království

Britská centrální banka ponechala na svém červnovém zasedání základní úrokové sazby beze změny. Ve svém prohlášení nicméně zopakovala, že nadále předpokládá postupné zpříšňování měnové politiky. Pro zvýšení sazeb hlasovali 3 z 9 členů vedení BoE. Inflation se bude podle výhledů sledovaných institucí letos pohybovat lehce nad 2% inflačním cílem, v příštím roce se k němu shora přiblíží. Konečný údaj o růstu britského HDP za první čtvrtletí posunul předchozí odhady mírně nahoru (na 0,2 % mezičtvrtletně) díky lepšímu výsledku čistého vývozu. Zatím je však stále nejisté, zda bylo hospodářské zpomalení počátkem roku pouze dočasné, neboť průmyslová produkce v květnu poklesla již třetí měsíc v řadě. Vůbec první uveřejnění oficiálního měsíčního ukazatele britského HDP (za březen až květen) činilo 0,2 %. Pokles průmyslové produkce byl dle něj kompenzován vyšším růstem v sektoru služeb. Indexy PMI zaznamenaly v červnu další zlepšení. NIESR pak odhaduje mezičtvrtletní růst HDP za druhé čtvrtletí ve výši 0,4 %.



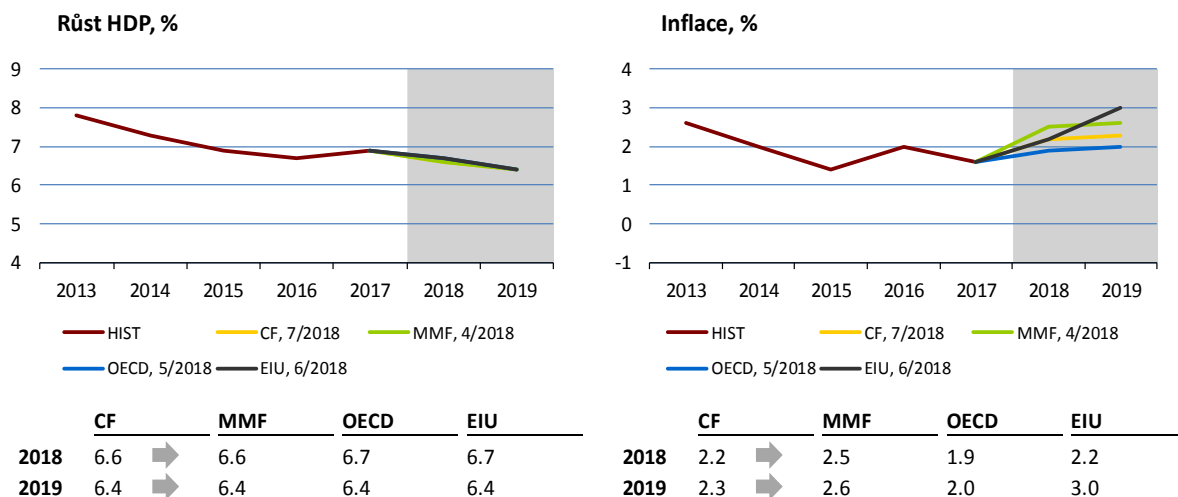
II.5 Japonsko

Meziroční růst maloobchodních tržeb v květnu zpomalil, stejně jako výdaje domácností. Naopak růst mezd opět zrychlil a nezaměstnanost se snížila na 2,2 %, což je nejnižší hodnota od srpna 1992. K poklesu japonské nezaměstnanosti přispělo zejména snížení nezaměstnanosti u mladých osob. Meziroční dynamika průmyslové produkce se v květnu zvýšila. PMI ve zpracovatelském průmyslu se v červnu zvýšil na 53 bodů. Podle nákupních manažerů rostly rychlejším tempem výstup a zaměstnanost, naopak nové objednávky pomaleji a export klesl. Výhledy růstu HDP pro oba sledované roky nebyly změněny. Meziroční inflace v květnu nepatrně vzrostla. Růst spotřebitelských cen se zvýšil o 0,1 p. b. na 0,7 %. Důvodem byla rychlejší dynamika cen potravin a dopravy. Ke změnám nedošlo ani v případě očekávaného vývoje inflace, která se bude pohybovat jen okolo 1 %.



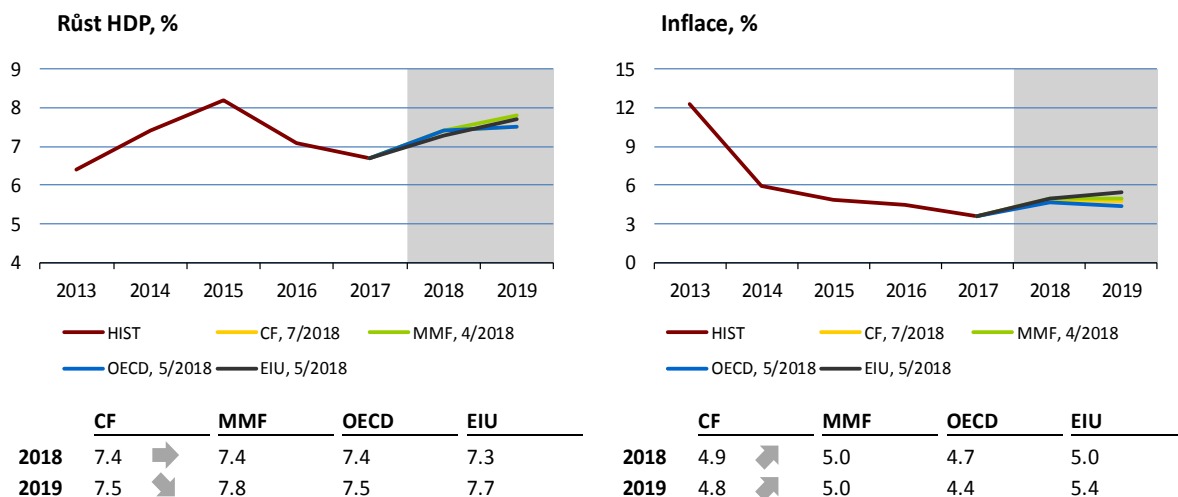
III.1 Čína

Obchodní spory s USA se projevily nejen v tlacích na oslabení čínské měny vůči americkému dolaru, ale propad zaznamenaly i ceny akcií čínských podniků v jihoasijském regionu. Čínská centrální banka v reakci na aktuální vývoj pravděpodobně intervenovala na finančních trzích s cílem podpořit likviditu a snížit napětí. Obchodní spory zatím nemají dopad na zahraniční obchod Číny. V červnu dosáhl přebytek v zahraničním obchodě 41 mld. USD, když exporty vzrostly meziročně o 11,3 %. Může se však jednat o jednorázový efekt, kdy se vývozci snažili urychlit vývoz před červencovým zavedením cel. Případné zhoršení exportní dynamiky v Číně by se vlivem globálních a regionálních řetězců projevilo ve většině ekonomik jihovýchodní Asie. Červencový CF však zatím ekonomický výhled pro Čínu nerevidoval.



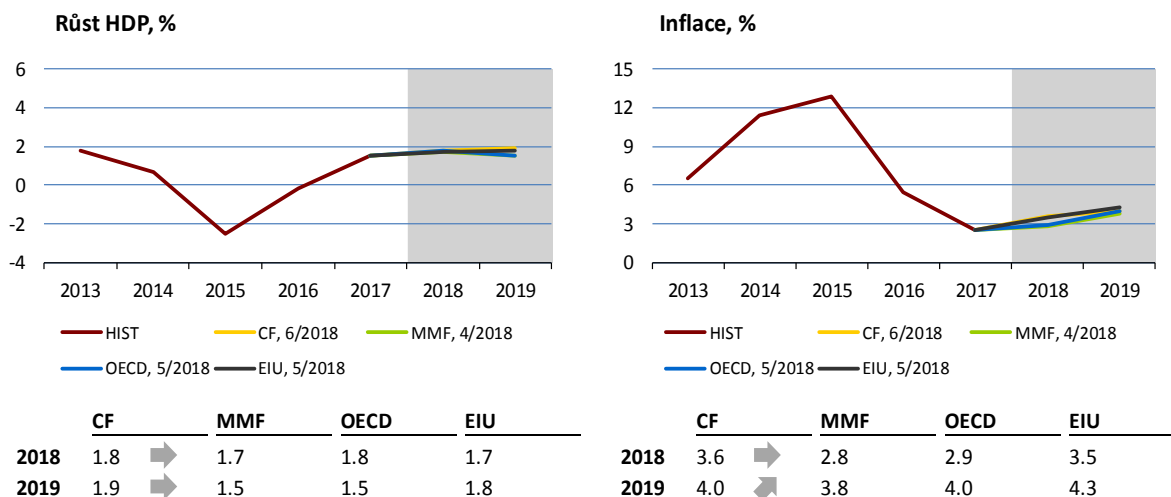
III.2 Indie

Meziroční dynamika průmyslové produkce v květnu výrazně zpomalila, a to navzdory vyšší těžbě a produkci elektřiny, vlivem značného snížení výroby ve zpracovatelském průmyslu. Mělo by však jít pouze o dočasné zpomalení, neboť PMI ve zpracovatelském průmyslu v červnu výrazně vzrostl na 53,1 bodů. Výstup, nové objednávky a zaměstnanost rostly dle nákupních manažerů nejrychleji v tomto roce. Nový CF snížil nepatrně předpověď růstu HDP indické ekonomiky v příštím fiskálním roce 2019/2020. Jak letos, tak příští rok by se nicméně měl držet kolem úctyhodných 7,5 %. Meziroční tempo růstu spotřebitelských cen se v červnu zvýšilo o 0,1 p. b. na 5 %. Růst cen potravin lehce zvolnil, došlo však k nárůstu cen energií. CF mírně zvýšil predikce pro obě sledovaná období. Spotřebitelské ceny by tak měly letos a v příštím roce růst tempem lehce pod 5 %.



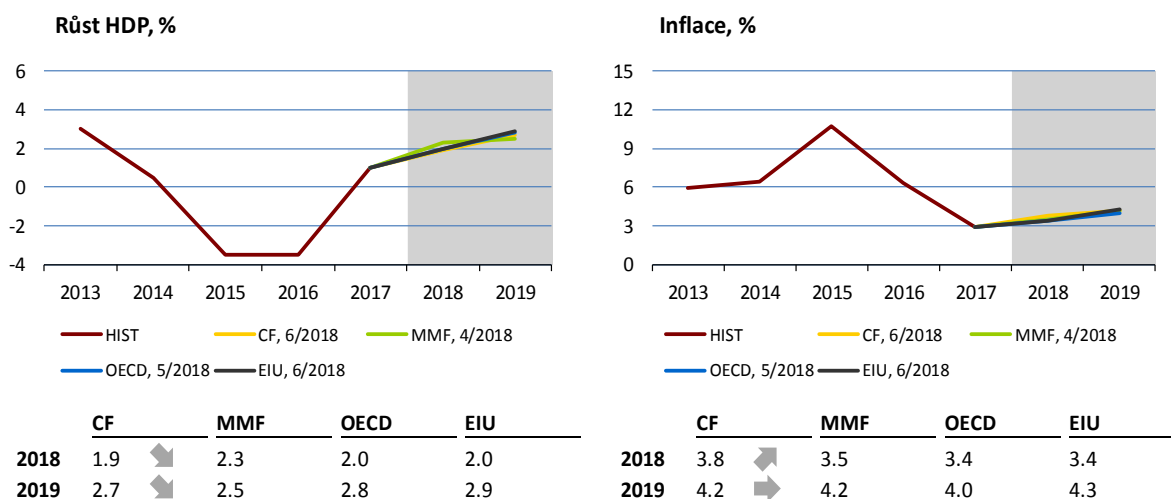
III.3 Rusko

Předběžný odhad ruského HDP za první čtvrtletí se naplnil (1,3 % meziročně). Růst ekonomické aktivity podpořily především služby (zejména finanční a realitní služby a pojištění) ale také veřejná správa. Průmyslová aktivita se navíc v prvním čtvrtletí vrátila po předchozím poklesu k růstu, a to včetně zpracovatelského průmyslu. Kladné meziroční tempo růstu zaznamenal průmysl jak v dubnu (3,9 %) tak v květnu (3,7 %). Předstihové ukazatele však signalizují zhoršení. PMI ve zpracovatelském průmyslu v červnu ještě více poklesl (na 49,5) vlivem horších údajů o nových zakázkách a zaměstnanosti. PMI ve službách zůstává v pásmu expanze, avšak i u něho došlo ze stejných důvodů ke snížení. Celkově ekonomicky růst zůstane do konce příštího roku pod 2 %. Červencový výhled CF zůstal beze změny a očekává pro letošní rok růst HDP o 1,8 % a pro příští rok o 1,9 %. Výhled inflace pro prosinec 2019 se vrátil na 4 %.



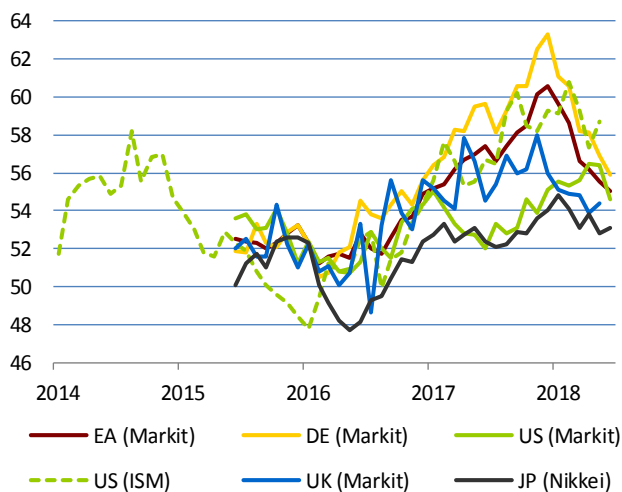
III.4 Brazílie

Brazílská průmyslová produkce v květnu poklesla téměř o 11 % (meziroční propad dosáhl 7 %). Červnový PMI se ještě více ponořil do pásma ekonomické kontrakce. Po poklesu cen potravin v předchozím měsíci (-1,5 %) vykázaly v červnu téměř 1,1% meziroční růst, čímž zvýšily celkovou inflaci na 4,4 % meziročně. Jedná se o nejrychlejší tempo růstu cen od loňského března. Kromě potravin v červnu znatelně rostly také ceny dopravy (o 8,8 %) a náklady na bydlení (o 7,7 %). Ke zrychlení inflace rovněž přispěly již delší dobu oslabující real a květnová stávka řidičů kamionů. Přestože se inflace vrátila k cíli, slabá ekonomická aktivita a vysoká nezaměstnanost zatím nenaznačují prostor pro zpřísnění měnové politiky. Klíčová sazba centrální banky zůstala v červnu beze změny. CF snížil výhled růstu HDP pro letošní rok o výrazných 0,6 p. b. na 1,9 % a zároveň zhoršil i výhled pro příští rok. Inflaci CF revidoval o 0,3 p. b. výše na 3,8 %, výhled pro příští rok se nezměnil.

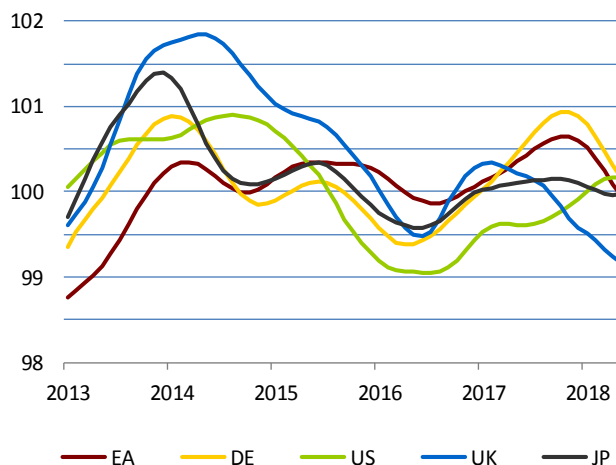


IV.1 Vyspělé země

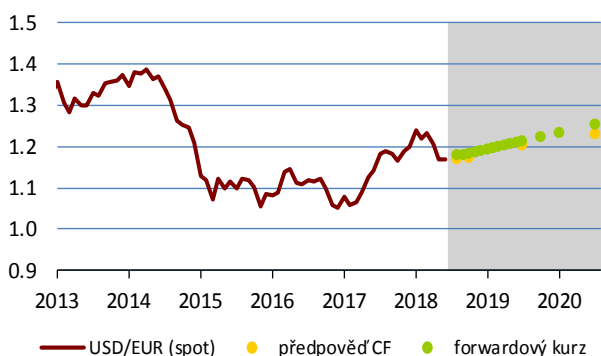
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

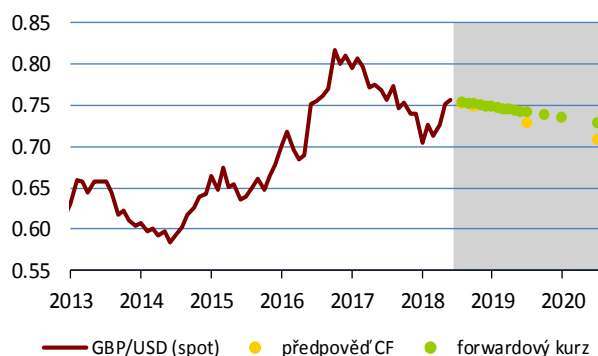


Americký dolar (USD/EUR)



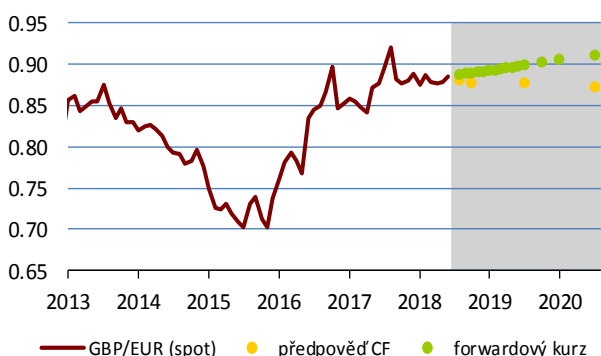
	9/7/18	08/18	10/18	07/19	07/20
spotový kurz	1.176				
předpověď CF		1.171	1.173	1.204	1.230
forwardový kurz		1.178	1.183	1.211	1.252

Britská libra (GBP/USD)



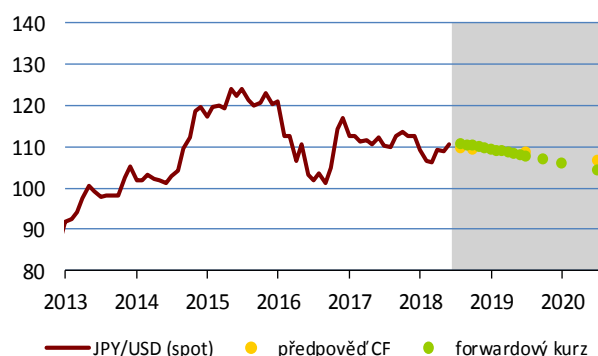
	9/7/18	08/18	10/18	07/19	07/20
spotový kurz	0.754				
předpověď CF		0.752	0.748	0.729	0.709
forwardový kurz		0.753	0.751	0.741	0.728

Britská libra (GBP/EUR)



	9/7/18	08/18	10/18	07/19	07/20
spotový kurz	0.887				
předpověď CF		0.880	0.877	0.878	0.872
forwardový kurz		0.887	0.889	0.898	0.911

Japonský jen (JPY/USD)

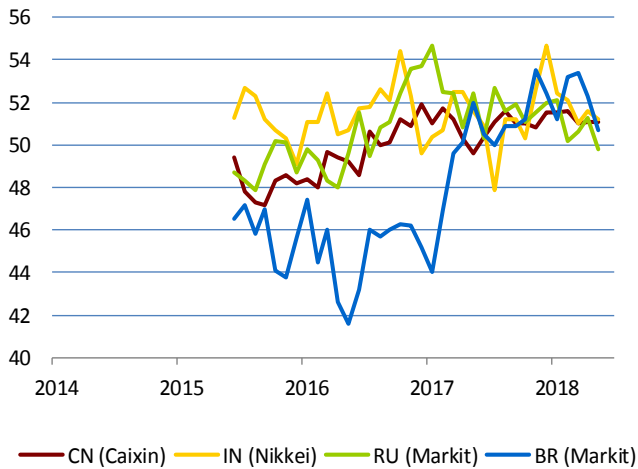


	9/7/18	08/18	10/18	07/19	07/20
spotový kurz	110.7				
předpověď CF		109.7	109.4	108.7	106.6
forwardový kurz		110.6	110.1	107.7	104.1

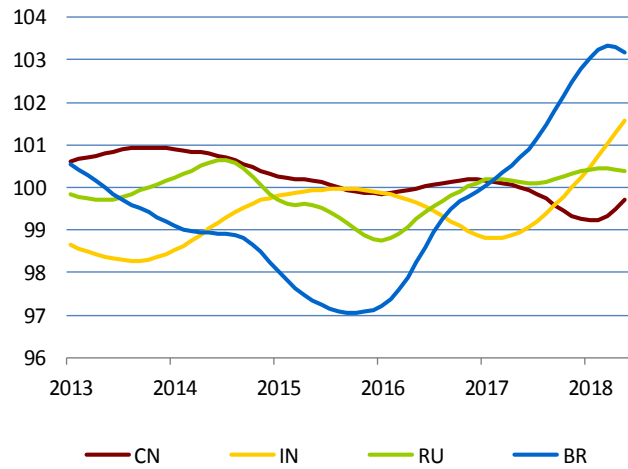
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Země skupiny BRIC

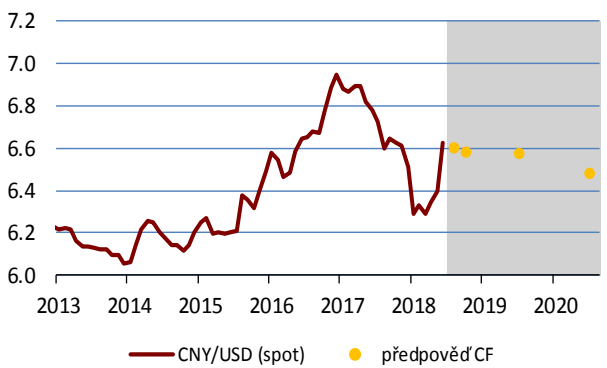
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

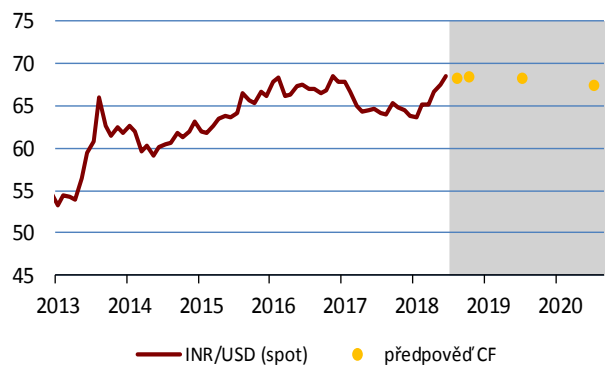


Čínský renminbi (CNY/USD)



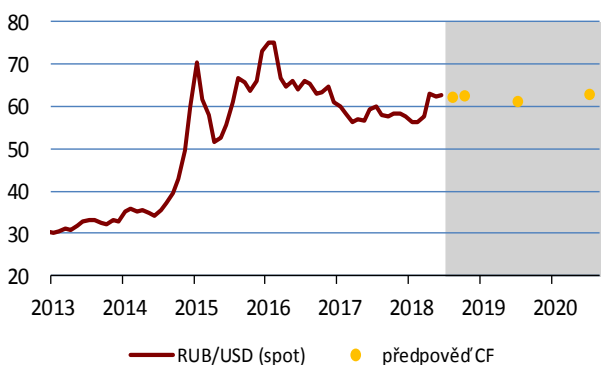
	9/7/18	08/18	10/18	07/19	07/20
spotový kurz	6.617				
předpověď CF		6.597	6.581	6.575	6.477

Indická rupie (INR/USD)



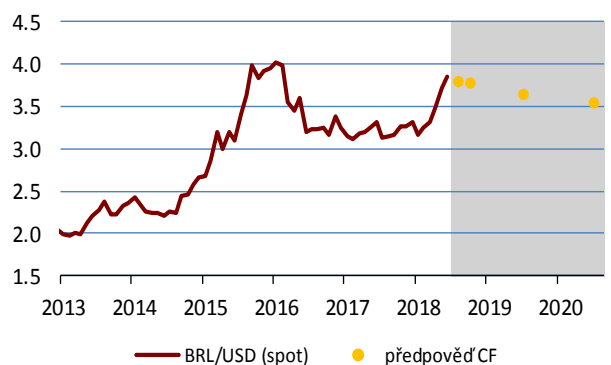
	9/7/18	08/18	10/18	07/19	07/20
spotový kurz	68.75				
předpověď CF		68.15	68.28	68.22	67.39

Ruský rubl (RUB/USD)



	9/7/18	08/18	10/18	07/19	07/20
spotový kurz	62.71				
předpověď CF		62	62.23	60.93	62.84

Brazilský real (BRL/USD)



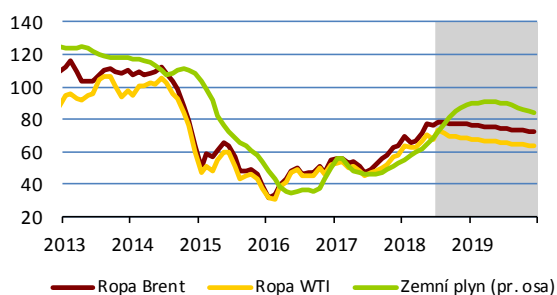
	9/7/18	08/18	10/18	07/19	07/20
spotový kurz	3.863				
předpověď CF		3.78	3.776	3.629	3.54

Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci.

V.1 Ropa a zemní plyn

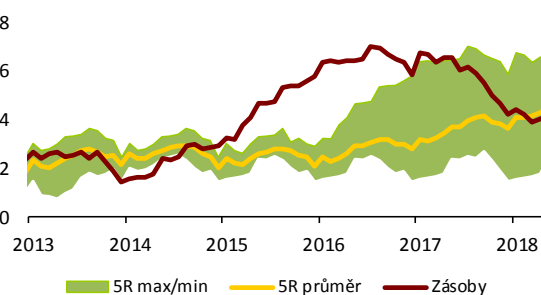
Poté, co cena ropy Brent v květnu vystoupala až na 3,5letá maxima těsně pod hranici 80 USD/barel, došlo v poslední dekádě tohoto měsíce ke korekci, neboť na trhu se objevily spekulace, že OPEC a Rusko se na zasedání kartelu 22. a 23. 6. ve Vídni dohodnou na zvýšení těžby. Cena ropy se tak po většinu června převážně pohybovala mírně nad 75 USD/barel. Na zasedání OPEC nakonec skutečně došlo (i přes původní odpor Íránu) k dohodě o zvýšení produkce nominálně o 1 mil. barelů denně od července (reálně je možné okamžité zvýšení o cca 600–700 tis. barelů denně). Zvýšení by však mělo pouze dostat produkci do souladu s původně zamýšleným omezením těžby, dohodnutým od ledna 2017 (a nahradit tak výpadky ve Venezuele a Libyi). Na trh se proto vrátili obavy z nedostatečné nabídky, které byly ještě zesilovány výpadkem těžby v Kanadě a očekáváním snížení vývozu z Íránu v důsledku amerických sankcí. Cena ropy Brent se tak do konce června vrátila opět k 80 USD/barel. Na začátku druhé červencové dekády však cena prudce propadla pod 75 USD/barel, když Libye oznámila otevření svých exportních přístavů a na zvýšené dodávky ropy reagovaly hedžové fondy uzavíráním svých spekulativních pozic. Navíc sentiment na trhu se opět zhoršil dalším vyostřením obchodních sporů mezi USA a Čínou; USA rovněž nově připustily, že některé země by mohly dostat výjimku ze sankcí na obchodování s Íránem. Analytici v současnosti jen těžko nacházejí shodu na dalším vývoji cen ropy. Jisté však je, že zvýšená produkce Saudské Arábie povede k poklesu globálních rezervních těžebních kapacit a neočekávané výpadky těžby tak budou mít za následek zvýšenou volatilitu cen ropy. Tržní křivka implikuje v průměru pro zbytek letošního roku cenu 77,4 a pro příští rok 74,4 USD/barel, červencový CF očekává v horizontu jednoho roku cenu 71,2 USD/barel.

Výhled cen ropy (USD/b) a zemního plynu (USD / 1000 m³)

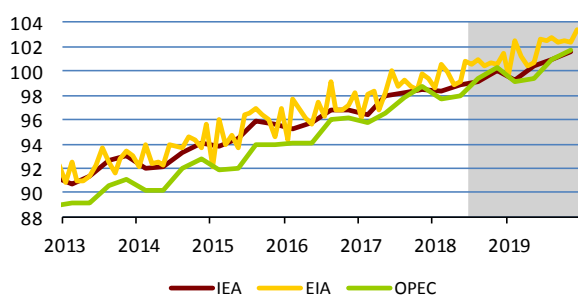


	Brent	WTI	Plyn
2018	74,24 ↗	67,72 ↗	254,47 ↗
2019	74,38 ↗	65,53 ↗	305,62 ↗

Celkové zásoby ropy a ropných produktů v OECD (mld. barelů)

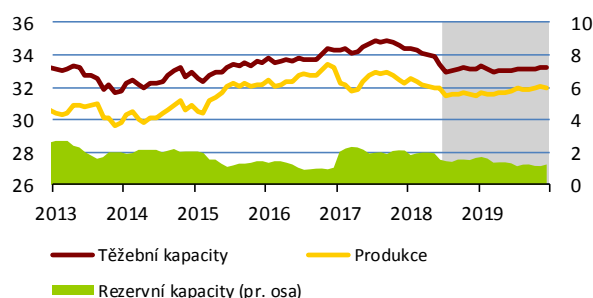


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2018	99,13 ↘	100,20 ↘	98,85 ↗
2019	100,56 ★	101,91 ↘	100,28 ★

Produkce, celkové a rezervní kapacity zemí OPEC (mil. barelů / den)



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2018	31,87 ↘	33,57 ↘	1,69 ↘
2019	31,79 ↘	33,12 ↗	1,33 ↗

Zdroj: Bloomberg, IEA, EIA, OPEC, výpočty ČNB.

Poznámka: Cena ropy na ICE, průměrná cena plynu v Evropě – data Světové banky, vyhlazeno HP filtrem. Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD – odhad IEA. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC – odhad EIA.

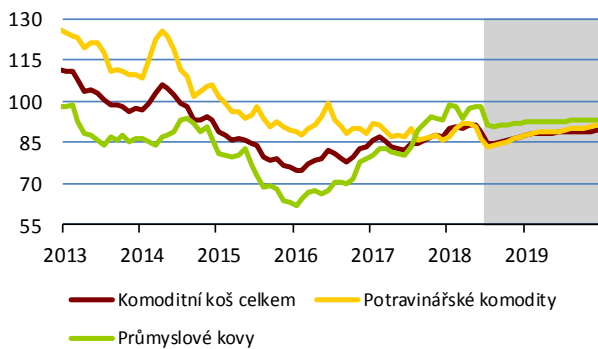
V.2 Ostatní komodity

Souhrnný index cen neenergetických komodit v červnu a zejména na začátku července zaznamenal propad, k němuž po oba měsíce přispíval dílčí index cen potravinářských komodit a v červenci byl silný i příspěvek dílčího indexu cen základních kovů. Zatímco však ceny kovů na výhledu více méně stagnují, ceny potravinářských komodit by se měly obrátit k růstu.

Za poklesem indexu cen potravinářských komodit byly zejména ceny kukuřice a sóji, které od začátku června zaznamenaly silný klesající trend. Naopak cena pšenice klesla v červnu jen mírně a v první polovině července část ztrát smazala. U všech tří komodit je však výhled rostoucí. Cena rýže byla silně volatilní a na začátku července mírně vzrostla. Rovněž ceny cukru a kávy od června mírně klesaly, ale na výhledu rostou. Další růst v červnu zaznamenala cena vepřového masa, u které se ale očekává naopak sezonní pokles. Růst se očekává u ceny hovězího masa po předchozí stagnaci na velmi nízkých hodnotách. Cena přírodního kaučuku zaznamenala pokles a přiblížila se opět mnohaletému minimu.

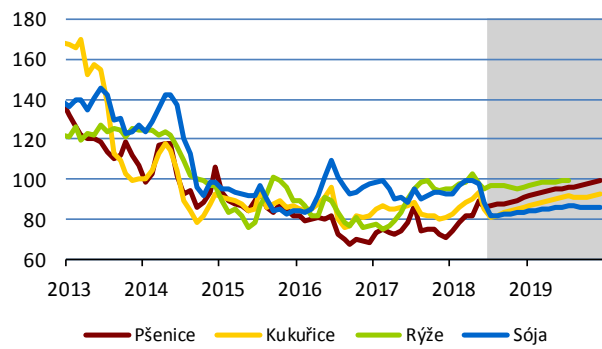
Cena mědi na začátku června silně vzrostla v obavách ze stávků v největším světovém dole v Chile, což zvýšilo zájem spekulantů. V půlce měsíce však obavy ze stávků ustoupily a cena se začala prudce propadat. Klesaly i ceny ostatních průmyslových kovů (jen cena železné rudy stagnovala) kvůli obavám, že obchodní rozepře mezi USA a Čínou budou mít za následek pokles poptávky. Ceny kovů tlačí dolů i zpomalení globálního zpracovatelského průmyslu, signalizované dalším poklesem JPMorgan PMI v červnu z 53,1 na 53,0, což bylo 11měsíční minimum. Nejvíce je ohrožena složka nových komodit, která se přiblížila hodnotě 50. Ceny mědi a hliníku klesaly i navzdory snížení jejich zásob na LME.

Indexy cen neenergetických komodit



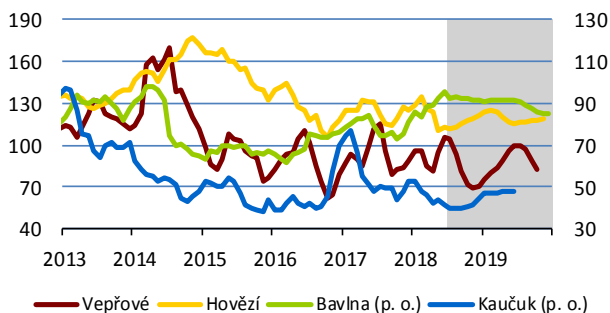
	Celkem	Potraviny	Kovy
2018	88,1	87,5	94,4
2019	88,6	89,5	92,8

Potravinářské komodity



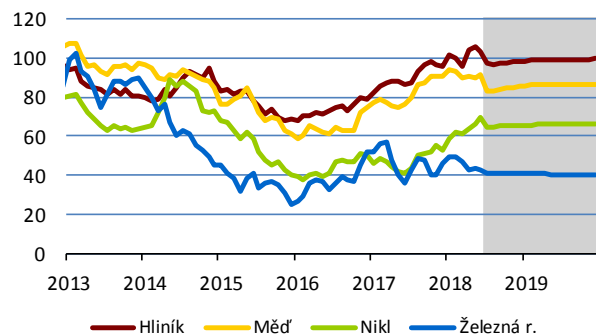
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2018	85,2	85,6	97,0	89,0
2019	95,6	90,3	98,5	85,7

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2018	87,1	119,5	90,6	43,1
2019	88,7	118,9	89,2	47,3

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2018	99,6	87,7	64,4	43,6
2019	98,9	86,4	66,0	40,5

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Ceny jednotlivých komodit jsou vyjádřeny jako indexy 2010 = 100.

Kryptoaktiva vs. konvenční investice v době nízkých úrokových sazeb¹

Trh s kryptoaktivy zažil během uplynulého roku mimořádný příliv investorů a s ním spojený cenový nárůst. Úvahy o vytěsnění klasických měn začaly být proto více slyšet, ačkoli skutečný vzestup je spojen spíše se spekulativními nákupy ze strany hledačů výnosů za cenu velkého rizika než s rozšířeným použitím v oblasti platebního styku či úschovy hodnoty. Tento příspěvek se věnuje otázce, nakolik se dá současný silný zájem o kryptoaktiva vysvětlit stále skrovnými výnosy nabízenými klasickými konzervativními investicemi ve finančním světě, v němž nadále dominují z historického hlediska velmi nízké úrokové sazby.

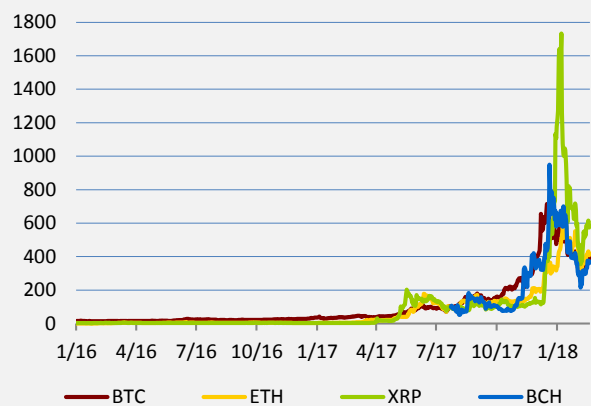
Úvod: co mohou kryptoměny změnit ve finančním světě?

Explozivní nárůst zájmu o kryptoměny zaznamenaný po polovině loňského roku nechal zesílit hlasy věstící konec tradičního bankovníctví, včetně centrálního, ale též tradičního investování.²

Tito proroci kryptorevoluce již několik let, počínaje startem první globální kryptoměny bitcoin, hlásají příchod nové monetární éry osvobozené od státní kontroly (a manipulace) peněžního oběhu a triumfu autonomních jedinců (při bližším pohledu spíše, jak to v případě sociálních utopií bývá, komunit shodně smýšlejících jedinců) na vyžádání uspokojujících vlastní měnovou poptávku. Kryptoměnový boom (Graf 1) si však také vynutil pozornost policymakerů v měnové a regulatorní oblasti, pro něž začaly být aktuální otázky propojení příslušných virtuálních trhů s těmi reálnými, které spadají do jejich pole působnosti. Častými otázkami jsou mimo jiné následující: mohou kryptoměny posloužit jako spolehlivý „rezervní“ investiční nástroj podobný drahým kovům? Nebo spíše komoditním derivátům? Hraje v takovém využití velkou roli celková hladina úrokových sazeb u hlavních oficiálních měn nebo výnosy vládních dluhopisů? Jak inovativní jsou trhy s kryptoměny? Jak se vyvíjí propojenost s jinými aktivy tradičně sloužícími pro uchování hodnoty (zlato apod.)? Může se konvence odpradávná umisťující drahé kovy a drahokamy do pozice prostředků pro úschovu bohatství v dnešní společnosti změnit natolik, že novým zlatem se stane nějaká vhodně konstruovaná digitální měna? A ztratí investoři v důsledku zájmu o kryptoměny chuť v dosavadní míře kupovat státní dluhopisy, čímž se naruší konvenční měnově-transmisní mechanismus?

Graf 1 – Cenové indexy čtyř nejvýznamnějších kryptoměn od počátku r. 2016

(index 23. 7. 2017 = 100)



Zdroj: <http://www.bitcoincharts.com>, vlastní výpočty

Pozn.: BTC = bitcoin, ETH = ethereum, XRP = Ripple, BCH = Bitcoin Cash

Pro policymakera může být užitečné podívat se na trhy s některými významnými kategoriemi konvenčních investičních produktů na pozadí nedávného dění kolem kryptoměn. Proto v tomto příspěvku přinášíme základní informace o souběžném vývoji trhů se všemi výše zmíněnými instrumenty včetně zeměpisného rozložení a intenzitě využívání, aby bylo možné vytvořit si představu o relevanci jednotlivých výše uvedených problémových okruhů. Hlavním cílem tohoto stručného přehledu je pokusit se o nastínění současného významu stávajících kryptoměn a nových kryptoměnových emisí (*initial coin offerings*, ICO) pro postavení konvenčních měnových nástrojů. Většina zmíněných normativních otázek již přitáhla pozornost jak politické ekonomie (Thiele a Diehl, 2017), tak, dokonce již dříve, kvantitativního výzkumu. Například Kristoufek (2015) zkoumá vztah ke zlatu a také vliv čínských investorů v případě kurzu bitcoinu. Data, která používá, se však vztahují na období před stávající spekulativní horečkou kolem kryptoměn. V následujícím textu se proto věnujeme především vývoji během posledních dvou let. Jako zdroj dat vypovídajících o zájmu pro tu či onu kategorii finančních produktů jsme zvolili časové řady cen podílových listů tzv. ETF (*exchange-traded funds*) reprezentativních v daném segmentu (tj. drahé kovy, komodity, vládní dluhopisy). Tyto ceny mají tu výhodu, že odrážejí souhrnnou poptávku investorů po instrumentech zvolené třídy, a nikoli pouze pohyby cen jednotlivých podkladových aktiv (tj. například růst ceny podílového listu ETF zaměřujícího se na energetické suroviny neznamená automaticky větší cenu ropy a ropných derivátů, nýbrž celkovou ochotu ukládat prostředky do těchto derivátů z jiných, včetně pro nás zajímavých, strukturálních důvodů bez ohledu na momentální cenu podkladové suroviny).

¹ Autorem je Alexis Derviz. Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² Všeobecný úvod do problematiky kryptoměn a technologie blockchainů (virtuálních účetních záznamů o emisích a transakcích s kryptoměny) lze najít například na <https://decryptionary.com/what-is-cryptocurrency/introduction-to-cryptocurrency/>, zatímco z pohledu nadšence jsou popsány například na <https://blockgeeks.com/guides/what-is-cryptocurrency/>. Více o fungování blockchainů z pohledu centrálních bankéřů lze najít na http://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/distributed_ledger_technology.en.html.

Kryptoměny a drahé kovy

Trh se zlatem, jak se zdá, měl stejně malou citlivost na kryptoměny v období jejich boomu v r. 2017, jako v období let 2012–14 analyzovaném v Kristoufek (2015). Zájem o zlato čelil určité stagnaci od poloviny roku 2016 do poloviny roku 2017, ale růst jeho ceny ve druhé polovině r. 2017 se poměrně přesně shoduje se začátkem kryptoměnové horečky, jakkoli zdaleka nedosahuje jejich rozměrů. V r. 2017 nevidíme ani skokový nárůst objemu obchodů, který obvykle vypovídá o přesunu velkých prostředků ve významných investičních portfoliích (objemy ve druhé půlce r. 2017 oproti předchozím měsícům spíše klesaly), maximálně lze tušit v obou tržních segmentech kvalitativně podobný investorský sentiment ve smyslu honby za výnosem (Graf 2). Celkem trh se zlatem zůstává doménou klasických investorů s dávno ustálenými preferencemi vůči riziku, což rozhodně neplatí o kryptoměnách. Nelze vyloučit, že některé vzácnější drahé kovy zažívaly během nedávné kryptoměnové horečky své vlastní cykly investorského zájmu. Žádný z těchto cyklů však zjevně neměl takový rozsah, aby bylo možné mluvit o signifikantní revizi investorských portfolií do/z instrumentů vázaných na tyto kovy mimo zlato. Stejně tak je obtížné vystopovat souvislost se zvýšeným spekulativním zájmem o kryptoměny.

Zatímco využití kryptoměny jako náhrady za investice do drahých kovů má hodně slabých míst, větší šanci mohou mít pokusy o jejich syntézu pomocí tzv. kryptoměn se zlatým krytím. Momentálně existují nejméně čtyři soukromé projekty tohoto typu (Aurus, Darico, GoldCrypto a Xgold) a další se připravují. Spojuje se tím technologie blockchainu pro úschovu hodnoty a zaznamenávání transakcí a klasický princip směnitelnosti za zlato (popřípadě jinou vzácnou komoditu) známý z dějin zlatého standardu. Nesmíme ovšem zapomenout, že klasický zlatý standard založený na oficiálních zárukách směnitelnosti poskytovaných suverénním státem odvozoval svou důvěryhodnost od pověsti dotyčného státu. A tak nepřekvapuje, že v případě soukromých ICO-iniciativ se o důvěru investorů ucházejí velké společnosti s významnou pozicí na trhu se zlatem a samy napojené na stát (např. UK Royal Mint ve Spojeném království, Perth Mint v Austrálii), u nichž je riziko neplnění případných konverzních závazků zanedbatelné. Z tohoto pohledu se nadšení libertariánských ideologů spatřujících v kryptoměnách prostředek pro oslabení moci států a centrálních bank jeví jako předčasné.

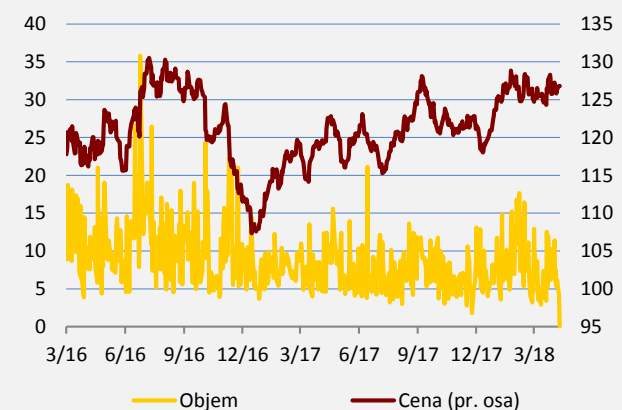
Kryptoměny a komoditní trhy

V případě trhů s energetickými surovinami je formální podobnost s vývojem kurzů kryptoměn o něco větší než u drahých kovů. Data za příslušné ETF (Graf 3) naznačují, že druhá polovina r. 2017 na trzích komodit trochu připomínala období jejich velké financizace ze závěru první dekády tohoto století. Přinejmenším lze tušit, že komoditní deriváty přitahovaly podobný typ rizikově necitlivých investorů jako kryptoměny.

Trhy s energetickými surovinami v současnosti zažívají řadu iniciativ na vytvoření digitálních aktiv navázaných na ceny či zásoby surovin a využívajících blockchainy. Je ovšem třeba mít na zřeteli, že ověřování transakcí pomocí technologie blockchainu je ve své současné podobě závislé na fungování síťové externality, tj. vyžaduje interakci mnoha dobrovolných účastníků těžebního procesu, což předpokládá jak pevnou vzájemnou důvěru, tak ochotu zůstat v systému dlouhodobě. V případě státu přejícího si iniciovat například použití kryptoměny kryté národními zásobami surovin (např. Petro ve Venezuele či podobné projekty v zemích Perského zálivu) udržování podobné komunity při životě může představovat nepřekonatelný problém. Na druhé straně řada těžebních společností již běžně financuje svůj rozvoj

Graf 2 – Cena a obchodování s ETF zaměřeným na zlato od počátku r. 2016

(objem v milionech dolarů, cena v dolarech)

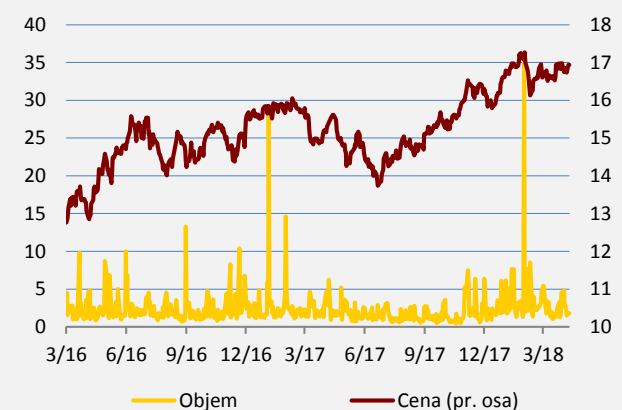


Zdroj: Bloomberg

Pozn.: Název ETF je SPDR Gold Shares (GLD US).

Graf 3 – Cena a obchodování s ETF zaměřeným na komodity od počátku r. 2016

(objem v milionech dolarů, cena v dolarech)



Zdroj: Bloomberg

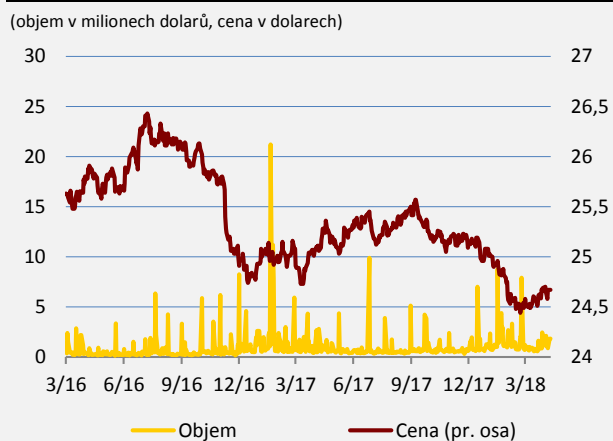
Pozn.: Název ETF je PowerShares DB Commodity Index Tracking Fund.

pomocí ICO. Investoři následně mohou využít příslušný blockchain pro těžbu nových tokenů. Není tak vyloučeno, že časem dostatečně důvěryhodná skupina takových společností dospěje do fáze, ve které bude mít smysl emise společné kryptoměny kryté jejich produkcí.

Kryptoměny a státní dluhopisy

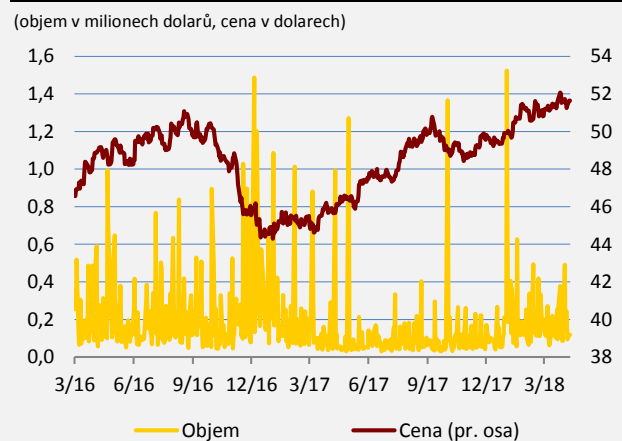
I když dluhopisové trhy v uplynulých dvou letech nepostrádaly výrazné vzestupy a pády, nic nenaznačuje přímou spojitost pohybů na dluhopisových trzích s děním kolem kryptoměn. Trhy s vládními dluhopisy přitom patří mezi ty, kterým kryptoměnoví proroci věští brzký zánik pro nezáměr kvůli kvalitnější náhradě přicházející ze světa blockchainů. Abychom posoudili pravděpodobnost zásadních změn investorského zájmu, i tady, obdobně jako u komodit, využíváme data o cenách a obchodech příslušně zaměřených ETF. Ukazuje se, že zájem o US Treasury Bonds v posledních dvou letech spíše stagnoval či mírně trendově klesal (zejména v r. 2017 objemy obchodů ani jednou nedosáhly extrémů z předchozích období). Navíc cenové pohyby mají skromný rozsah vylučující zásadní strukturální změnu (Graf 4, levý panel). Zájem o suverénní dluhopisy průmyslových zemí mimo USA, po dočasném poklesu ve druhé polovině r. 2016, naopak trendově, i když spíše mírně, rostl ve stejných obdobích během r. 2017, kdy hodnoty kryptoměn zaznamenávaly skoky o tisíce procent (Graf 4, pravý panel). Transakční aktivita spojená s dluhopisovými ETF byla v r. 2017 celkově nižší než v předchozím roce. Tento zběžný pohled na data naznačuje, že, jakkoli v dobách zesilující konjunktury investice do dluhopisů často ztrácí na atraktivitě ve prospěch akcií, vytěšňování státních dluhopisů hlavních rozvinutých ekonomik kryptoměnovými nástroji ve střednědobém horizontu rozhodně nehrozí.

Graf 4.1 – Ceny a objemy obchodů ETF specializovaných na US Treasury Bonds od počátku r. 2016



Zdroj: Bloomberg
Pozn.: Název ETF je iShares U.S. Treasury Bond ETF (GOVT US).

Graf 4.2 – Ceny a objemy obchodů ETF specializovaných na vládní dluhopisy zemí EU od počátku r. 2016



Zdroj: Bloomberg
Pozn.: Název ETF iShares International Treasury Bond ETF (IGOV US).

Některé rozvíjející se ekonomiky se pokouší o vlastní ICO nebo o uvedení vlastních kryptoměn do oběhu. Tento segment je lákadlem pro vlády s nepříliš dobrou kreditní a obecně smluvní pověstí snažící se obejít izolaci od běžných finančních trhů. Ačkoli veřejnosti jsou spíše známy oficiální cestou propagované projekty na způsob venezuelské ropné kryptoměny Petro, většina suverénních ICO je prováděna s menší publicitou a účelově cílena na investory (typicky východoasijské) se specifickým zájmem o podhodnocené cenné papíry s nejistým, ale výrazným potenciálem pro budoucí cenový růst. Nedávným příkladem mohou posloužit miniaturní Marshallovy ostrovy v Tichomoří. O něco dříve o vlastní ICO uvažoval Irán se zjevným záměrem zmírnit následky mezinárodních sankcí. Úvahy o „kryptorublu“ byly zaznamenány také v Rusku, ačkoli se později překryly neurčitými prohlášeními řady oficiálních činitelů ohledně možnosti zapojení do venezuelského projektu Petro spolu s dalšími státy vyvážejícími ropu.

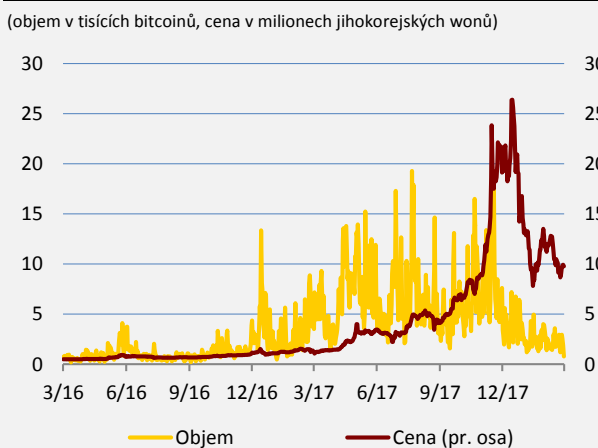
Zeměpisné rozložení spekulací s kryptoměnami

Počítače pro těžbu kryptoměn jsou mnohdy fyzicky umístěny v jiných státech, než kde sídlí jejich potenciální kupci. Zatímco těžba kryptoměn je z pochopitelných důvodů koncentrována do ekonomik s levnou elektrickou energií a disponujících lokalitami s chladným počasím kvůli chlazení počítačů (vynikají v tomto ohledu například Čína, Gruzie, Indie nebo Island), investice a obchodování spíše probíhá v jurisdikcích s nízkým stupněm regulace zároveň přístupných zájemcům-nerezidentům, mezi nimiž existuje velká poptávka po uložení a zhodnocení volných prostředků mimo dosah daňových úřadů. Proto, stejně jako i u jiných případů honby za výnosem v posledních deseti letech, hrají prim investoři a spekulanti z rozvíjejících se trhů, z toho na čelních místech obchodníci z Číny a Ruska (popřípadě jiných států SNS).

Investoři z pevninské Číny musí v současnosti obchodovat na jiných než na čínských kryptoměnových burzách. Důvodem je, že regulátoři v pevninské Číně již nějakou dobu projevují

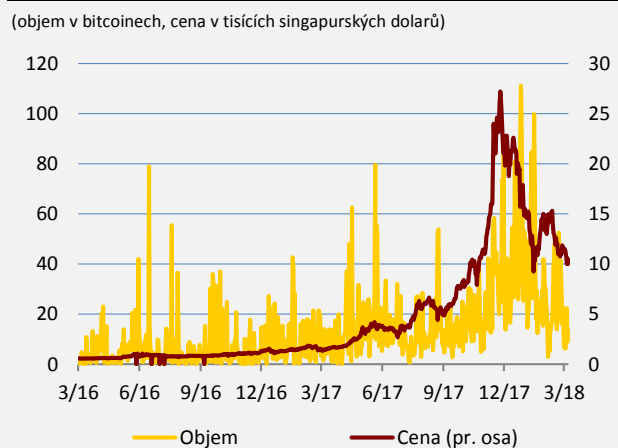
odhodlání potřit na svém území veškerou aktivitu spojenou s investicemi do soukromých kryptoměn a nakonec i s jejich používáním. (Toleruje se, při určitém „kreativním“ výkladu regulace, zatím jen používání ICO pro získání financování běžných investic, pokud nejde o vysloveně „měnový“ projekt.³) Je proto přirozené předpokládat, že se enormní zájem o soukromé kryptoměny mezi movitými Číňany začne realizovat na trzích sousedních zemí, na které tyto retailoví investoři dokážou získat přístup a kde se mohou těšit jazykové a kulturní kompatibilitě. Anekdotická evidence ukazuje v tomto smyslu v první řadě na Jižní Koreu a Singapur (méně na Hongkong, jehož finanční regulátoři musí v tomto ohledu do značné míry respektovat celkovou politickou linii pevninské Číny). Povaha kryptoaktiv navíc umožňuje obcházet klasickou regulaci praktikovanou čínskými úřady za použití umělého mezičlánku oddělujícího investora od světa běžných kryptoměn pomocí nekomerčně se tvářící webové stránky, čehož právě využili v Singapuru.⁴ Ve výsledku objemy obchodů na korejských a singapurských kryptoburzách rostly v r. 2017 spolu s narůstáním všeobecného zájmu o kryptoměny. Na příkladu obchodů s bitcoinem to ilustruje Graf 5. Vybrali jsme regionální kryptoburzy, u kterých lze předpokládat přednostní příchod nových uživatelů z Číny po utužení jejich domovské regulace v loňském roce. Naopak globální platformy nabízející obchodování široké škály (konvenčních a digitálních) měn, například LocalBitcoins, žádný růst obchodů v r. 2017 nezaznamenaly. Skladba jejich uživatelů je pravděpodobně jiná a především stabilnější než u lokálních východoasijských burz.

Graf 5.1 – Objemy obchodů s bitcoinem a jeho cena na jihokorejské kryptoměnové burze



Zdroj: www.bitcoincharts.com
Pozn.: burza Korbit

Graf 5.2 – Objemy obchodů s bitcoinem a jeho cena na singapurské kryptoměnové burze



Zdroj: www.bitcoincharts.com
Pozn.: burza FYB

Na rozdíl od Číny, ruské autority nezkoušejí úplně zakazovat ICO nebo sekundární obchodování s kryptoměnami. Místo toho jsou vidět pokusy o částečnou regulaci, především za účelem zajistit daňové příjmy z kryptoměnových transakcí. Vedle toho zájem veřejnosti o blockchainové technologie a kryptoaktiva inspiruje politické úvahy na způsob společného kryptoměnového projektu států Euroasijského ekonomického prostoru či alespoň koketování s účastí na venezuelském projektu kryptoměny Petro. Mezitím soukromí vkladatelé využívají regulatorní prostor a navyšují svou angažovanost na příslušných trzích. Podle některých údajů Rusko v současnosti hostí okolo 20% celosvětového objemu ICO (hned po Spojených státech a Číně) a ruské start-upy obchází úzká místa tradičního financování přes bankovní úvěry a *venture capital* pomocí emisí vlastních tokenů. Podíl ruských investorů na kryptoměnovém trhu tak vzrostl. Přesné údaje o jejich globálním podílu pochopitelně nelze zjistit, ale určitou nepřímou evidenci poskytují dostupná data o transakcích zahrnujících ruský rubl na kryptoměnových burzách. Graf 6 (na příkladu bitcoinu) ukazuje, že, stejně jako v případě jihovýchodní Asie, se nárůst příslušných objemů obchodů časově shoduje se začátkem poslední celosvětové kryptoměnové horečky v loňském roce. Nicméně ani v případě Ruska nelze mluvit o proniknutí kryptoměn do masového transakčního oběhu. Spíše jde o další příklad využití kryptoaktiv jako náhrady chybějících funkcí stávajícího národního finančního sektoru.

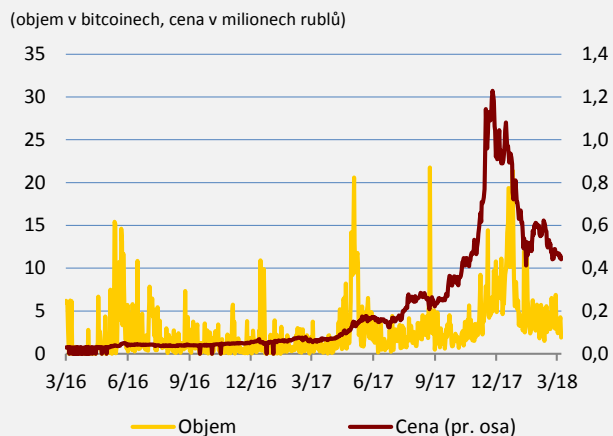
Kdo budou v nejbližší době hlavní zájemci o kryptoměny?

Kryptoměny mají z hlediska typického investora vážné a dosud nevyřešené problémy. Především, právní základ soukromých emisí kryptoměn a transakcí s nimi je minimální až žádný (výjimku tvoří snad pouze Ripple, viz dále), a tato okolnost je pro seriózní investory zásadní. Dále, přes veškerá zaklínání fanoušků a propagátorů kryptoměn ohledně blahodárnosti decentralizované správy, „dobrovolnictví“ při

³ Viz např. <https://www.forbes.com/sites/sarahsu/2018/02/07/china-serious-about-ending-icos-cryptocurrency-exchanges/#20fed27c5675>.

⁴ Viz <https://www.sixthtone.com/news/1001872/artful-asset-exchanges-skirt-chinas-cryptocurrency-ban>.

Graf 6 – Konverze mezi ruským rublem a bitcoinem

Zdroj: www.bitcoincharts.com

Pozn.: digitální burza CEX.IO

ověřování transakcí a manažerské moudrosti konsensuální uživatelské komunity ve věcech provozu a vývoje, tento způsob řízení nese s sebou obvyklé problémy každé utopicky pojeté anarchistické skupiny: těžkopádné až úplně zablokované rozhodování a schismata nespokojenců. Příkladem může být odštěpení měny Bitcoin Cash od původního bitcoinu v létě r. 2017, u jehož zrodu byl spor o navýšení paměťové kapacity článků v blockchainu.

Cesta k trvalému zájmu investorů možná vede nikoli přes kryptoměny v úzkém smyslu, nýbrž přes digitální technologie odstraňující úzká místa současného finančního systému. Jako příklad může posloužit Ripple, který začal jako pokus o uspokojení skutečné potřeby – usnadnění peer-to-peer transakcí napříč zeměpisnými lokalitami a (zprvu klasickými) měnami – a až následně byl zcela logicky doplněn o vlastní kryptoměnu z důvodu usnadnění účetnictví. Provozovatelé Ripplu tak vlastně zopakovali cestu,

kteřou prošly všechny existující měny napříč dějinami: nepokoušeli se o umělé vytváření nové hodnoty uložené v peněžní jednotce, ale pouze o vyjádření již existujících hodnot reprezentovaných zbožím či aktivy. Není těžké ověřit, že na začátku každé měny v dějinách byl ten či onen spontánně vzniklý platební systém (Ferguson, 2009). Není tedy překvapením, že pozorovatelé vidí určité paralely mezi Ripplem dnes a blízko- a středovýchodní hawalou z minulých dob.

Ripple, navzdory svému pragmatickému základu, sdílí s dalšími kryptoměnami řadu slabých míst. Například, podobně jiným kryptoměnám napodobujícím bitcoin, využívá „komunitní“ mechanismus ověřování transakcí, který činí takto pojetá virtuální aktiva špatně slučitelnými s moderním finančním proudem zakládajícím na stále větší rychlosti plateb. V tomto ohledu Ripple sice nekopíruje anarcho-libertariánský přístup bitcoinu slepě a jeho konstrukce je otevřená pro zlepšení. Nicméně v současné podobě je transakční rychlost této platformy, i když má úroveň do jisté míry přijatelnou pro periferní měny a instrumenty, nekonkurenceschopná pro hlavní světové trhy. Zároveň se ani Ripple nevyhnul spekulativním vlnám, které zasáhly jiné kryptoměny, zejména té největší z konce minulého roku. Hazardní hráči na kryptoměnových trzích tehdy zjevně hledali investiční příležitosti v tomto tržním segmentu úplně všude bez ohledu na podstatu instrumentu, který nakupovali. Hodnota Ripplu dokonce na přelomu loňského a letošního roku poskočila ještě mnohonásobně více než další notoricky známé objekty kryptohorečky jako jsou bitcoin či ethereum (viz Graf 1). Druhý největší nárůst kurzu ve stejném období zaznamenal Bitcoin Cash, což je další měna prezentující se jako uživatelsky přátelštější pro retailové transakce než původní bitcoin a jeho napodobovatelé. Tato okolnost naznačuje již zmíněný význam uživatelské vstřícnosti pro poptávku po každém platidle, ať už tradičním či digitálním.

Závěr

Pozorovaný vývoj zatím nenasvědčuje nějakému výraznému vytěšňování konvenčních investičních nástrojů kryptoměnami. Místo toho pozorujeme, že kryptoaktiva dokázala doplnit tradiční paletu cenných papírů oblíbených mezi investory s největší tolerancí k riziku. Zatím nebyl vyvrácen názor známý již z dob počátku rozvoje kryptoměn, že tato aktiva (především bitcoin) nejsou moc vhodná jako uložistě hodnoty ani jako transakční prostředek jde především o volatilitu, koncentraci a těžkopádný systém ověřování, viz Yermack, 2013). Podobně jako mnohá aktiva zplonená virtuálním světem v době davového nadšení „novou ekonomikou“ na přelomu tisíciletí, nemají kryptoměny snadno identifikovatelný užitek což, ale není na překážku určitému typu investorů vyhledávajících vysoce rizikové spekulativní nákupy. Jedná se zřejmě o stejný typ investorské mentality, který byl přitahován dot-com bublinou na konci 90. let nebo komoditními deriváty o desetiletí později.

Neznamená to ale, že se v budoucnu neobjeví nová konstrukce kryptoaktiv, která příslušným požadavkům transparentnosti, likvidity a stability vyhoví lépe. Není vyloučeno, že součástí řešení bude těsnější vazba na existující funkci peněz jako uchovatele hodnoty (*store-of-value*), tj. kryptoměny kryté zlatem, apod. Pozornost centrálních bank vůči tomuto procesu, jakkoli se názory na přesnou roli politik v současnosti teprve formují, bude nejspíše v budoucnu nutností. Převládajícím postojem centrálních bankéřů je neuznání kryptoměn za peníze (a tím i nesouhlas se zahrnutím příslušné problematiky do úvah o měnové politice), nicméně riziko virtuálních aktiv obecně pro finanční stabilitu je vnímáno dost silně (Mersch, 2018).

Kryptoměny dneška po sobě nepochybně zanechají trvalé dědictví v podobě technologie blockchainu, jejich životnost jakožto investičního nástroje se nicméně ukazuje být nejistá. Evoluce zájmu o bitcoiny (zejména o ty, které ještě zbývá vytěžit, a to za cenu stále většího množství

spotřebované energie a stále obtížnějšího dosahování potřebného počtu počátečních nul v hádaném kódu) mluví jasně: bitcoin zjevně nebude bránou ke společnosti osvobozené od „tyranie“ centrálních bank a hazardu marnotratných vlád, o které stále mluví jeho skalní přívrženci, nýbrž exkluzivním sběratelským artiklem – na způsob starého umění či vzácných šperků - rezervovaným pro excentrické superboháče.

Zdroje

Ferguson, N. (2009). *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. Penguin Books.

Kristoufek, L. (2015). What Are the Main Drivers of the Bitcoin Price? Evidence from Wavelet Coherence Analysis. *PLoS ONE* 10(4): e0123923. doi:10.1371/journal.pone.0123923 .

Mersch, I. (2018). Virtual or virtueless? The evolution of money in the digital age. Lecture at the Official Monetary and Financial Institutions Forum, London, 8. února 2018, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180208.en.html>.

Thiele, C.-L. a M. Diehl (2017). Kryptowährung Bitcoin: Währungswettbewerb oder Spekulationsobjekt: Welche Konsequenzen sind für das aktuelle Geldsystem zu erwarten?, ifo Schnelldienst 22, 3-20.

Yermack, D. (2013). Is Bitcoin a Real Currency? An Economic Appraisal, NBER Working Paper 19747.

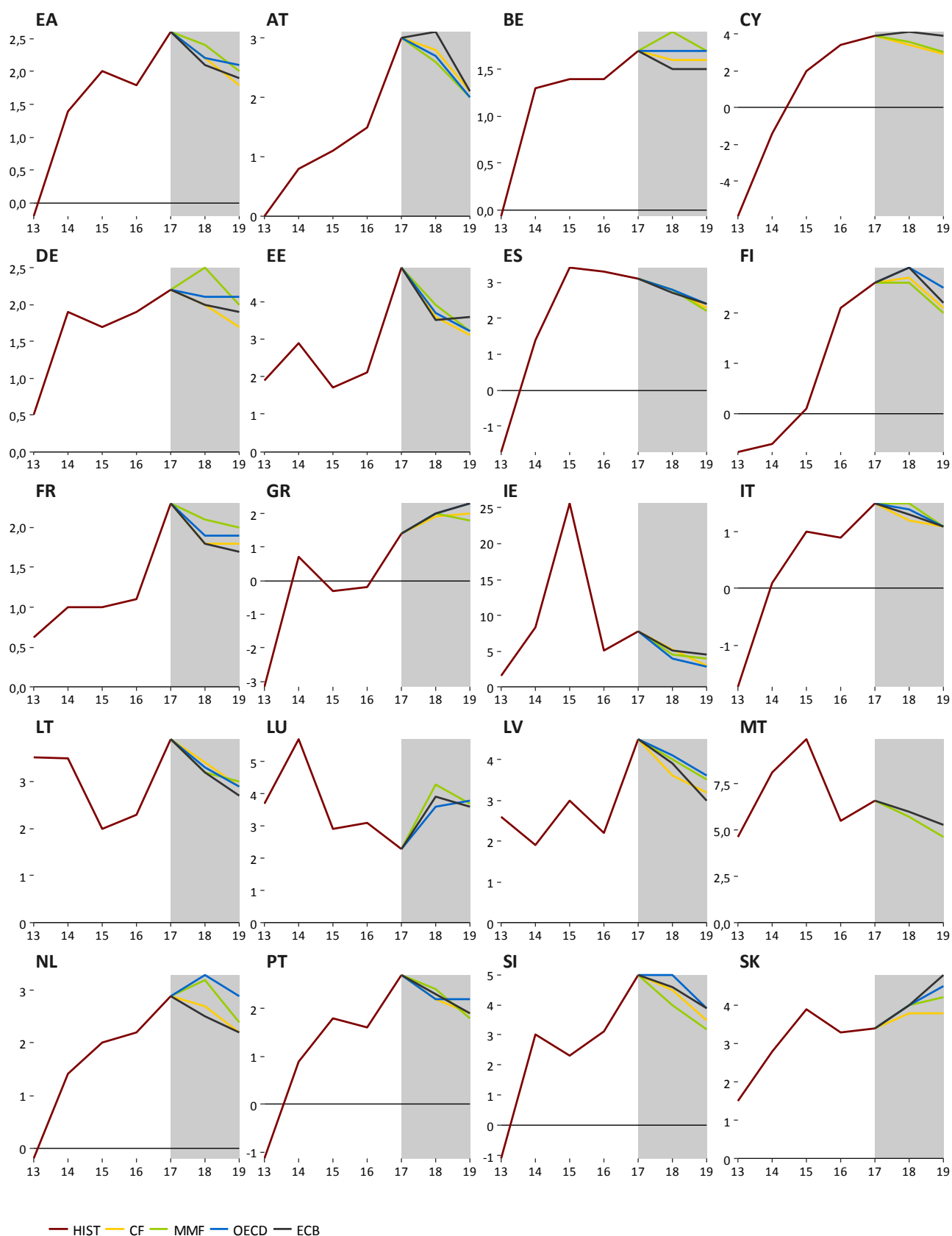
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2018

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2018/7	+0.2	2018/4	-0.1	2018/5	-0.3	2018/6
		2018/6				2018/1		
DE	-0.1	2018/7	+0.2	2018/4	-0.3	2018/5	-0.5	2018/6
				2018/6				2018/1
US	0	2018/7	+0.2	2018/4	0	2018/5	+0.1	2018/6
				2018/6				2018/1
UK	0	2018/7	+0.1	2018/4	+0.1	2018/5	-0.4	2018/5
				2018/6				2018/1
JP	0	2018/7	0	2018/4	-0.3	2018/5	+0.2	2018/4
				2018/6				2018/1
CN	0	2018/7	0	2018/4	0	2018/5	0	2018/6
				2018/6				2018/1
IN	0	2018/7	0	2018/4	+0.2	2018/5	-0.3	2018/5
				2018/6				2018/1
RU	0	2018/6	0	2018/4	0	2018/5	0	2018/5
				2018/5				2018/1
BR	-0.6	2018/6	+0.4	2018/4	-0.2	2018/5	-0.5	2018/6
				2018/5				2018/1

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2018

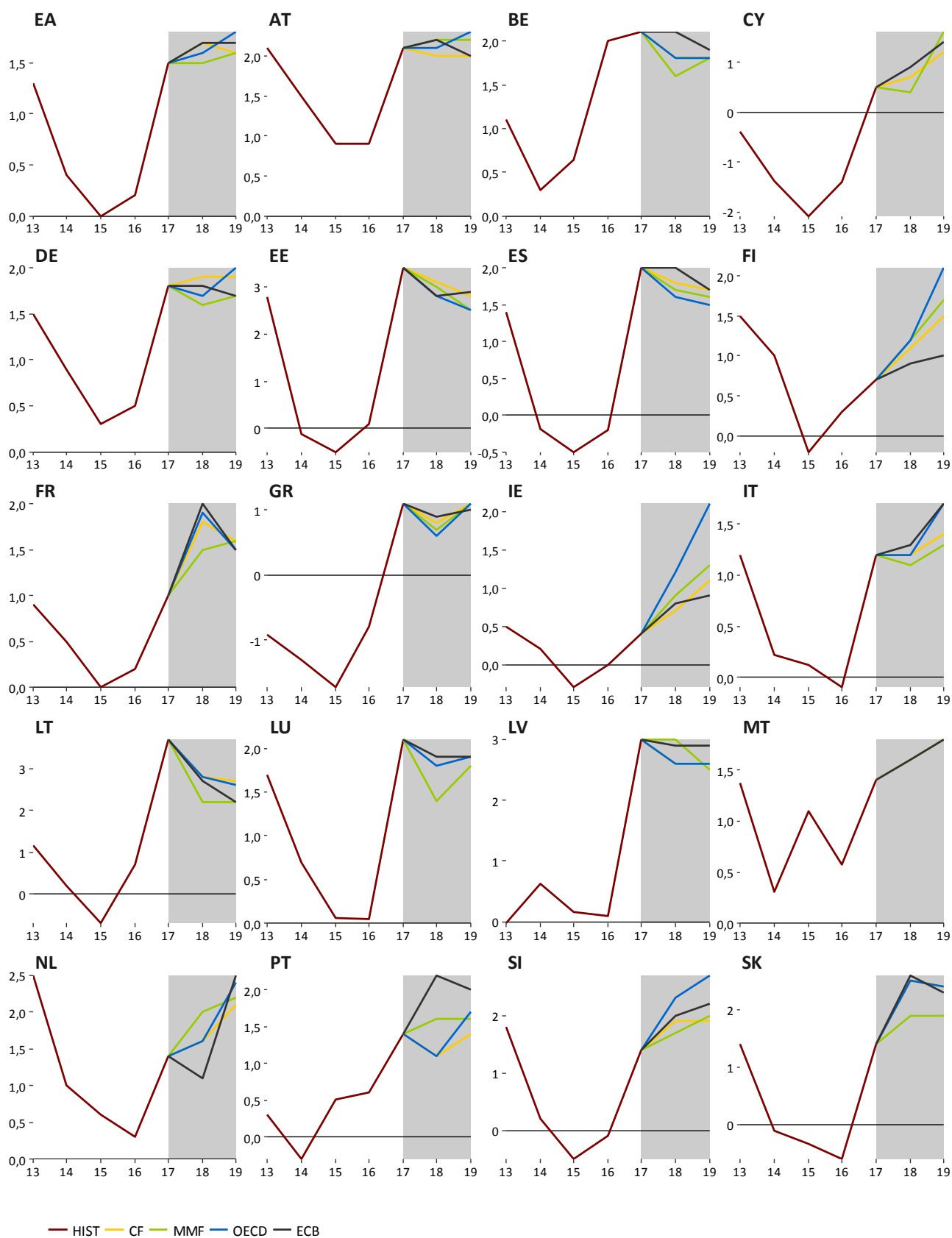
	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	+0.1	2018/7	+0.1	2018/4	+0.1	2018/5	+0.3	2018/6
				2018/6				2017/10
DE	+0.1	2018/7	+0.1	2018/4	-0.1	2018/5	+0.2	2018/6
				2018/6				2017/10
US	0	2018/7	+0.4	2018/4	+0.7	2018/5	+0.2	2018/6
				2018/6				2017/10
UK	0	2018/7	+0.1	2018/4	0	2018/5	-0.2	2018/5
				2018/6				2017/10
JP	0	2018/7	+0.6	2018/4	+0.2	2018/5	-0.1	2018/4
				2018/6				2017/10
CN	0	2018/7	+0.1	2018/4	+0.1	2018/5	-0.2	2018/6
				2018/6				2017/10
IN	+0.1	2018/7	+0.1	2018/4	+0.1	2018/5	+0.1	2018/5
				2018/6				2017/10
RU	0	2018/6	-1.1	2018/4	-0.9	2018/5	0	2018/5
				2018/5				2017/10
BR	+0.3	2018/6	-0.5	2018/4	-0.5	2018/5	+0.1	2018/6
				2018/5				2017/10

A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi (v %).

A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi (v %).

A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

AT	Rakousko	IE	Irsko
b	barel	IEA	International Energy Agency
b. b.	bazický bod (setina procentního bodu)	IFO	Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich
BE	Belgie	IN	Indie
BoE	Bank of England (centrální banka Spojeného království)	INR	indická rupie
BoJ	Bank of Japan (centrální banka Japonska)	IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
BR	Brazílie	ISM	Institute for Supply Management
BRIC	skupina zemí BRIC (Brazílie, Rusko, Indie a Čína)	IT	Itálie
BRL	brazilský real	JP	Japonsko
CB	centrální banka	JPY	japonský jen
ConfB	Conference Board Consumer Confidence Index	LIBOR	úroková sazba britského mezibankovního trhu
CBR	Centrální banka Ruské federace	LME	London Metal Exchange
CF	Consensus Forecasts	LT	Litva
CN	Čína	LU	Lucembursko
CNY	čínský renminbi	LV	Lotyšsko
CXN	Caixin	MKT	Markit
CY	Kypr	MMF	Mezinárodní měnový fond
ČNB	Česká národní banka	MT	Malta
DBB	Deutsche Bundesbank (centrální banka Německa)	NIESR	National Institute of Economic and Social Research (UK)
DE	Německo	NKI	Nikkei
EA	eurozóna	NL	Nizozemsko
ECB	Evropská centrální banka	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EE	Estonsko	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	p. b.	procentní bod
EIU	Economist Intelligence Unit	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
ES	Španělsko	PT	Portugalsko
ESI	Economic Sentiment Indicator Evropské Komise	RBI	Rezervní banka Indie (centrální banka Indie)
EU	Evropská unie	QE	kvantitativní uvolňování
EUR	euro	RU	Rusko
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	RUB	ruský rubl
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	SI	Slovinsko
FI	Finsko	SK	Slovensko
FOMC	Federální komise pro volný trh	UK	Spojené království
FR	Francie	UoM	University of Michigan Consumer Sentiment Index
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	US	Spojené státy americké
GBP	britská libra	USD	americký dolar
GR	Řecko	USDA	Ministerstvo zemědělství (USA)
HDP	hrubý domácí produkt	WEO	World Economic Outlook
ICE	Intercontinental Exchange	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
		ZEW	Centre for European Economic Research

