

Globální ekonomický výhled

— srpen 2022



Česká národní banka — Globální ekonomický výhled — srpen 2022

I. Úvod	2
II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Německo	4
II.3 Spojené státy	5
II.4 Čína	6
II.5 Spojené království	7
II.6 Japonsko	7
II.7 Rusko	8
II.8 Polsko	8
II.9 Maďarsko	9
II.10 Výběr ze zemí – Malajsie	10
III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	11
IV. Vývoj na komoditních trzích	12
IV.1 Ropa	12
IV.2 Ostatní komodity	13
V. Zaostřeno na...	14
Devizové trhy v éře FinTechu	14
A. Přílohy	18
A1. Změna predikcí pro rok 2022	18
A2. Změna predikcí pro rok 2023	18
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	19
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	19
A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích	26
A6. Seznam zkratk použitých v GEVu	27

Datum uzávěrky dat

12. srpna 2022

Sběr dat CF

8. srpna 2022

Datum publikace GEVu

19. srpna 2022

Poznámky ke grafům

Předpovědi ECB, Fed, BoE, BoE: 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 první 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 Refinitiv 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.

Kontakt

gev@cnb.cz

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Garant, I. Úvod
Petr Polák	Editor, II.3 Spojené státy
Filip Novotný	II.1 Eurozóna, II.2 Německo
Michaela Ryšavá	II.5 Spojené království
Martin Motl	II.4 Čína
Martin Kábrt	II.6 Japonsko
Oxana Babecká	II.7 Rusko
Jaromír Tonner	II.8 Polsko, II.9 Maďarsko
Milan Frydrych	II.10 Turecko
Jan Hošek	IV.1 Ropa, IV.2 Ostatní komodity
Alexis Derviz	V. Zaostřeno na...

I. Úvod

Evropa je již půl roku vystavena válce, boje neutichají, lidské životy žel dále vyhasínají... Ukrajina se ruské agresi za materiální pomoci západu stále statečně brání, politická a ekonomická izolace Ruské federace narůstá. Americký Kongres stojí před důležitým hlasováním o zákoně, který by označil Rusko za zemi podporující terorismus. Rezoluci s obdobným vyzněním již schválil lotyšský parlament s odůvodněním, že se ruské útoky zaměřují na obyvatelstvo a civilní cíle.

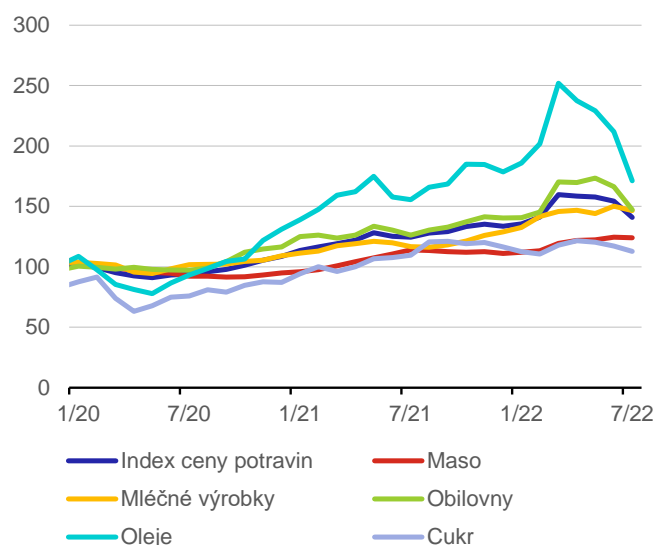
Válečný konflikt na Ukrajině má celosvětové hospodářské dopady. V kovidem oslabených ekonomikách vznikala – zejména vlivem uzavírek sektoru služeb a tvorby tzv. vynucených úspor – zvýšená poptávka po výrobcích, která byla na straně nabídky umocněna přetrvávajícími těžkostmi ve fungování globálních dodavatelských řetězců a souběžně napínajícími se vládními rozpočtovými deficity. Nesmyslná válka Ruska na Ukrajině tak nejen dále zvýšila celosvětovou nejistotu (související zejména s dodávkami a cenami energetických a potravinových komodit), ale vedla k dalšímu rozkolísání světové ekonomiky.

Situace světové ekonomiky se již nějakou dobu jasně zrcadlí v makročíslech. Znamky stagflačních tendencí jsou noční můrou řady zemí, inflace trhá historické rekordy a finanční trhy přesouvají svá aktiva do amerického dolaru a cenných kovů. Centrální banky se snaží pomyslný inflační požár uhasit, některé teprve se zvyšováním úrokových sazeb započaly (ECB), jiné už se patrně blíží pomyslnému úrokovému vrcholu. Znamky účinnosti zásahů centrálních bank začínají být patrné, nicméně inflační výhledy napříč zeměmi stále ukazují na výskyt inflace nad inflačními cíli nejen v letošním, ale i příštím roce. Jak je všeobecně známo, měnová politika Fedu má výrazné globální dopady, proto svět s napětím sleduje nejen vývoj inflace v USA, ale také informace o očekávání členů FOMC. Pozitivních zpráv není mnoho, ale už se objevují i ohledně cenového vývoje.

Graf aktuálního čísla ukazuje, jak v posledním období začínají klesat ceny potravinových komodit. Je to dáno nejen velmi nadprůměrnou letošní sklizní, ale také určitou „stabilizací“ na válkou zmítané Ukrajině, ze které se podařilo vyvézt prvních několik lodí plných obilovin. Není to dobrá zpráva jen z pohledu cenového vývoje, ale zejména pro méně rozvinuté země, v nichž by při vysokých cenách a nedostatku potravin mohly propuknout nepokoje a hladomory.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: [Devizové trhy v éře FinTechu](#). Článek popisuje, jak vývoj na poli fintechu ovlivňuje finanční trhy a zejména specifický devizový trh. Celá řada změn, která proběhla zejména díky digitalizaci, se propsala do fungování trhu a má dlouhodobé a výrazné ekonomické dopady.

Vývoj cen potravinových komodit ve světě za poslední dva roky, index 2014–2016 = 100



Zdroj: FAO United Nations

Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
HDP (%)	2022	2,8 ↗	1,5 ↘	1,7 ↘	3,4 ↗	1,4 ↘	3,8 ↘	-7,7 ↘
	2023	0,9 ↘	0,7 ↘	0,7 ↘	0,1 ↘	1,6 ↘	5,4 ↗	-2,5 ↘
Inflace (%)	2022	7,8 ↗	7,5 ↗	8,1 ↗	9,1 ↗	2,0 ↗	2,4 ↗	16,1 ↘
	2023	4,1 ↗	4,2 ↗	3,8 ↗	6,7 ↗	1,4 ↗	2,5 ↗	6,5 ↘
Nezaměstnanost (%)	2022	6,8 ↗	5,2 ↗	3,7 ↗	3,9 ↗	2,6 ↗	3,5 ↗	4,4 ↘
	2023	6,9 ↗	5,2 ↗	4,2 ↗	3,9 ↗	2,5 ↗	3,3 ↗	5,3 ↘
Kurz (vůči USD)	2022	1,07 ↘	1,07 ↘		1,24 ↘	129,1 ↗	6,73 ↘	71,5 ↘
	2023	1,09 ↘	1,09 ↘		1,26 ↘	126,1 ↗	6,63 ↘	78,0 ↘

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

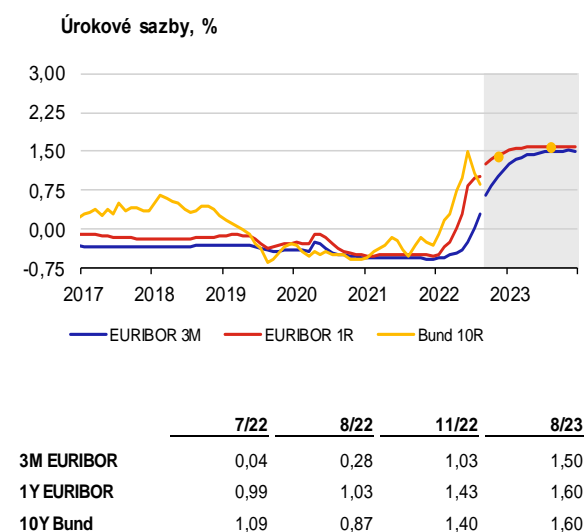
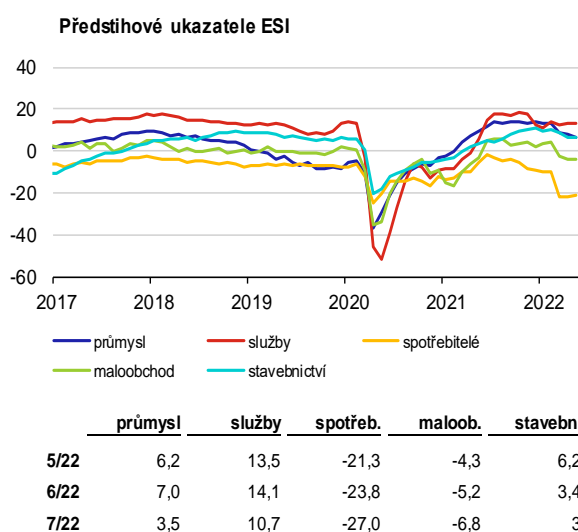
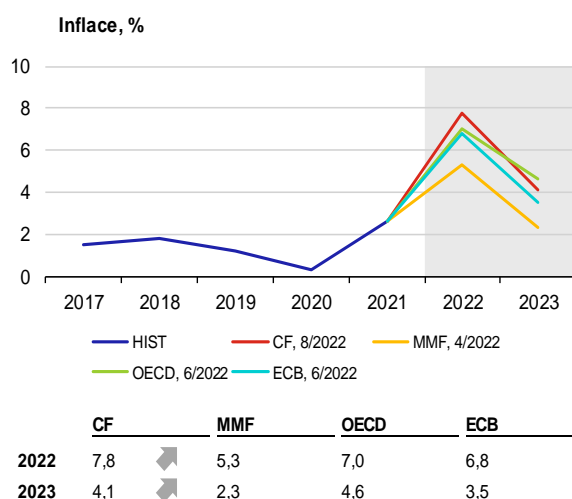
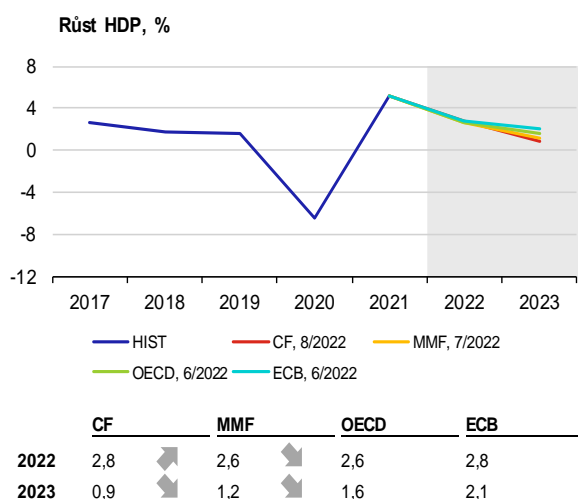
Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVU.

II.1 Eurozóna

Mezičtvrtletní růst HDP v eurozóně ve druhém čtvrtletí podle předběžného odhadu Eurostatu nad očekávání zrychlil (+0,7 %). V meziročním vyjádření vzrostla ekonomika zemí platících eurem o 4 %. Růst byl tažen zejména uvolněním covidových restrikcí s pozitivním dopadem do turismu. To se projevilo zejména ve Francii a v jižní části eurozóny, kde růst překonal očekávání. Část letního oživení ve službách se pravděpodobně uskutečnila již během druhého čtvrtletí, tedy před tradiční prázdninovou sezónou. Německá ekonomika naproti tomu mezičtvrtletně stagnovala. Pozitivně však překvapilo Rakousko (+0,5 %). Průmysl zaznamenal mírný růst v dubnu i květnu, i když šetření PMI jasně naznačují ztrátu dynamiky a pokles nových objednávek. PMI ve službách sice zůstal v pásmu expanze, ale i zde je patrná ztráta tempa po kompletním odstranění restrikcí. Cenové tlaky jsou v sektoru služeb vysoké, zatímco v průmyslu jsme již patrně za vrcholem zdražování. Přes aktuálně lepší než očekávané výsledky ekonomické aktivity se na výhledu zvýšilo riziko recese. Inflační tlaky tlumí domácí poptávku. Indikátory spotřebitelské důvěry dále poklesly. Maloobchodní tržby klesly v červnu jak meziměsíčně, tak meziročně. K výhledu nepřispívá ani politická situace v Itálii, kde se budou v září konat předčasné volby. Recese v závěru roku je tak již na stole, aniž by zatím došlo k přerušení dodávek plynu z Ruska.

Inflace v červenci podle rychlého odhadu Eurostatu dále zrychlila na 8,9 %. Propisují se do ní zejména silně rostoucí ceny energií, které dosahují 40 % mzr., a ceny potravin s bezmála 10% mzr. růstem. Zrychlil ale také růst cen průmyslového zboží a cen služeb, takže jádrová inflace vystoupala až na 4 %. V prvním čtvrtletí zrychlil také růst mezd v eurozóně. ECB na svém červencovém zasedání po jedenácti letech zvýšila základní úrokové sazby, a to rovnou o 0,50 p. b., přičemž vývoj inflace zvyšuje pravděpodobnost stejného zvýšení sazeb na dalším jednání v září.

Nové výhledy CF a MMF opět značně snížily výhled růstu HDP pro příští rok, odhad pro letošek zůstal víceméně nezměněn. Stále výše šplhají výhledy inflace, která by dle CF neměla ani v roce 2023 klesnout pod 4 %.

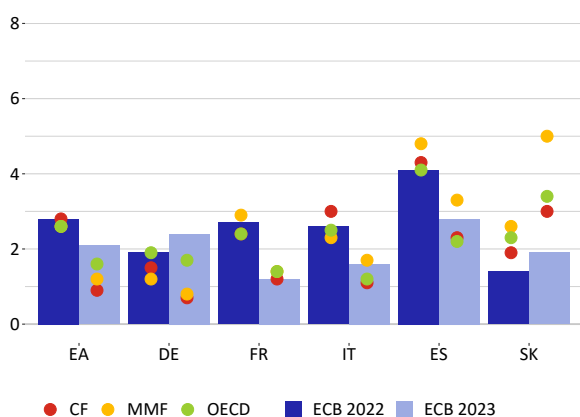


II.2 Německo

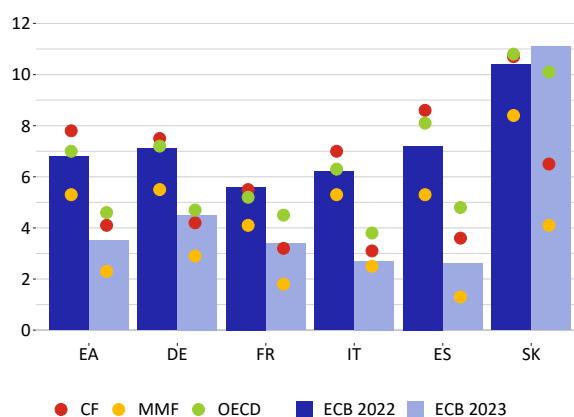
Německá ekonomika se po oživení ze začátku roku ve druhém čtvrtletí vrátila ke stagnaci. Vyšší náklady za dovoz ropy a zemního plynu vyústily v enormní zhoršení německé obchodní bilance, jež zbrzdilo celkový růst. Ekonomická aktivita tak byla podpořena zejména výdaji domácností a vlády. Hrozba zastavení dodávek plynu představuje vážné ohrožení pro výkon ekonomiky v dalších měsících. Německo dlouhou dobu těžilo z fungování globálních dodavatelských řetězců a levných energií, ale po pandemii koronaviru a ruské invazi na Ukrajinu se pro něj ekonomické prostředí výrazně zhoršilo. Proto německá vláda již nyní přichází s řadou preventivních opatření k úsporám energií. Obavy z budoucnosti se zároveň již nyní projevují v opatrnosti domácností, což dokládá meziměsíční i meziroční pokles maloobchodních tržeb v červnu. Průmyslová produkce v květnu meziměsíčně stagnovala a dlouhodobě dochází k poklesům nových objednávek. V červnu poklesly exporty do Číny. Červencový PMI ukazuje na další prudký pokles nových objednávek a celkový index poklesl do pásma kontrakce. Poptávka po zboží dále poklesla z vysokých hodnot v minulém roce vlivem nejistého ekonomického výhledu v kombinaci vysokoinflačním prostředím. Inflace, která je tlumena vládními podpůrnými opatřeními jako např. výrazným zlevněním veřejné dopravy nebo snížením zdanění pohonných hmot, v červenci dosáhla 8,5 %. Růst jádrové inflace přitom stagnoval na úrovni 3,2 %. V prvním čtvrtletí došlo navíc k výraznému zrychlení meziročního růstu hodinových mzdových nákladů.

Výhledy růstu německé ekonomiky se tak posouvají stále níže, zatímco odhady inflace šplhají vzhůru. Analytici CF čekají letos růst HDP o 1,5 %, nová prognóza MMF je lehce pesimističtější. Pro příští rok pak obě publikace výrazně revidovaly dřívější výhledy a očekávají růst jen o zhruba tři čtvrtě procenta. Inflace pak dle nových výhledů CF zpomalí z letošních 7,5 % v příštím roce jen na 4,2 %.

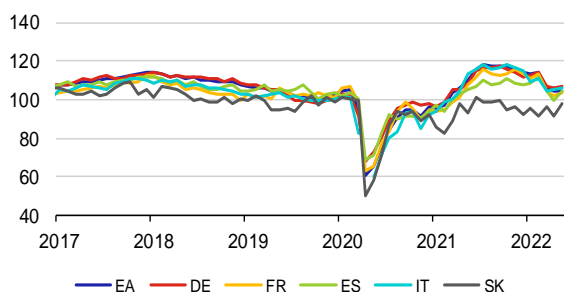
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



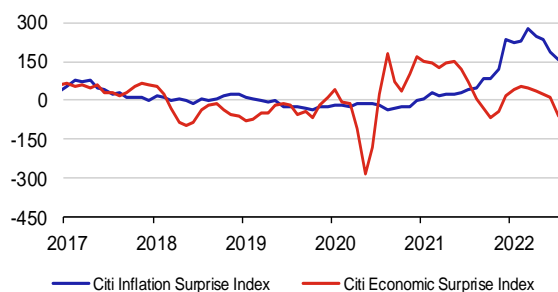
Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



Předstíhové ukazatele ESI



Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
5/22	104,6	106,7	103,8	104,1	106,1	98,0
6/22	103,5	104,7	102,4	102,1	105,0	92,4
7/22	99,0	99,8	102,3	97,1	101,6	91,2

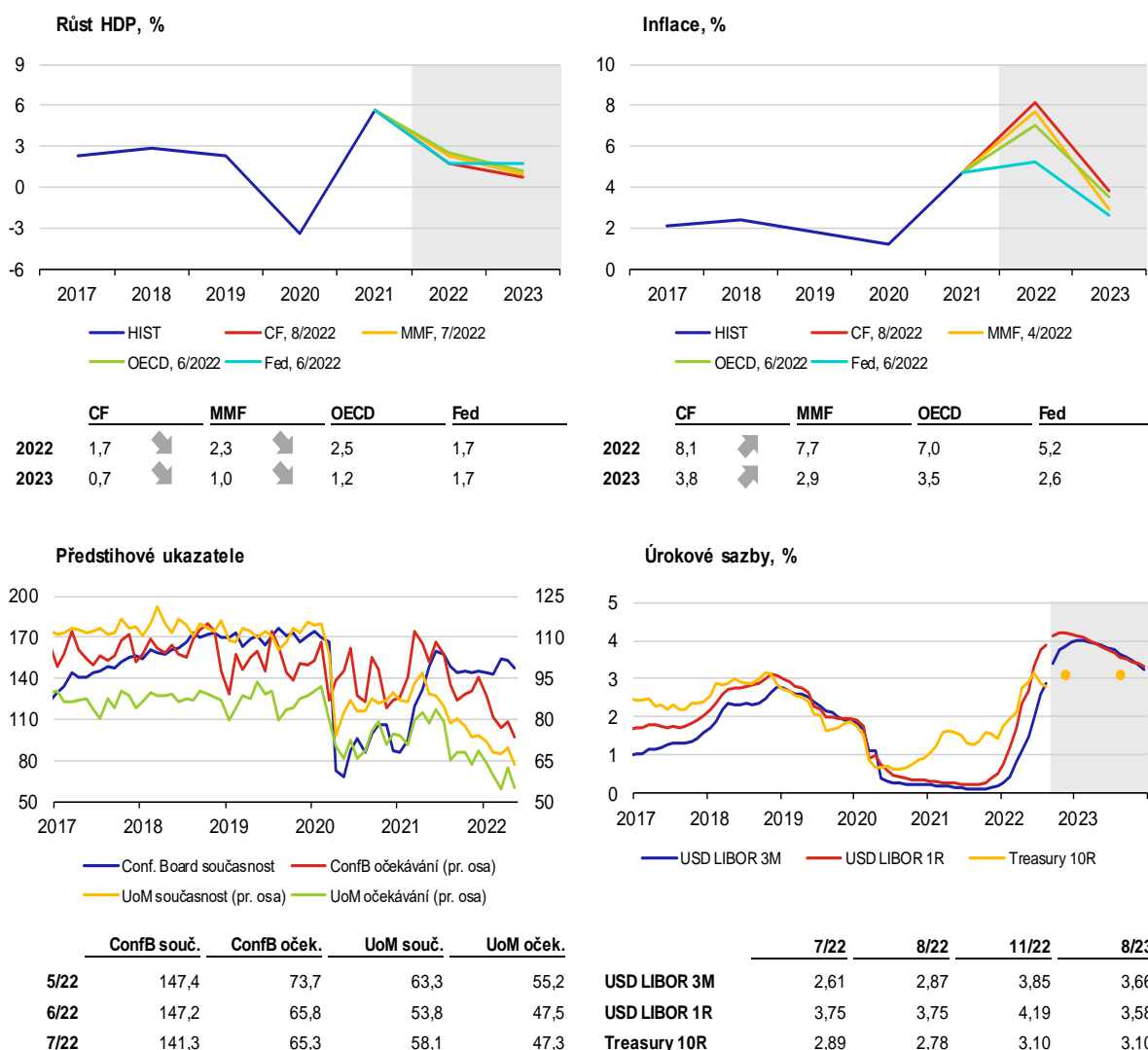
Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

	5y5y	SPF
6/22	2,17	2,05
7/22	2,05	2,15
8/22	2,08	2,15

II.3 Spojené státy

Americká ekonomika poklesla v mezičtvrtletním vyjádření druhé čtvrtletí po sobě a někteří analytici předpovídají recesi příští rok. Propad v prvním čtvrtletí byl popisován jako přechodný s důvody v omezeném mezinárodním obchodu. Propad ve druhém čtvrtletí byl způsoben především poklesem firemních investic a investic do nemovitostí. Zatím nedošlo k propadu spotřeby (ta v červnu vzrostla meziměsíčně o 1 %) a trh práce je stále velmi napjatý, proto se zatím o recesi v USA nehovoří. V červenci bylo v nezemědělských sektorech vytvořeno téměř 530 tisíc nových pracovních míst, což je výrazný nárůst oproti předchozím měsícům. Míra nezaměstnanosti rovněž po čtyřech měsících stagnace poklesla na 3,5 %. Nový výhled CF předpokládá letos růst reálného HDP o 1,7 % a příští rok o 0,7 %, došlo tedy opět ke zhoršení výhledu růstu. Nový výhled z dílny MMF je trochu optimističtější, i zde ale došlo k revizi směrem dolů na 2,3 % pro letošní rok a 1 % pro příští rok. Předstihové indikátory ve firemním sektoru se zatím sice nepropadly do pásma kontrakce, ale mírně se snižují. Spotřebitelská důvěra se naopak mírně zvýšila z červnového historického minima a mírně narostla i inflační očekávání.

Na svém červencovém zasedání zvedl Fed sazby o 0,75 p. b. a potvrdil tak svoji snahu bojovat s vývojem inflace. Druhé razantnější zvýšení přeneslo úrokové sazby do pásma 2,25 % až 2,5 %. Inflace se v USA začala zvyšovat výrazněji na jaře 2021 a od té doby její meziroční míra pravidelně překonávala nové rekordy. Srpnový výhled CF očekává inflaci letos ve výši 8,1 % a příští rok pak 3,8 %. U obou hodnot se jedná o revizi směrem nahoru. Meziroční růst spotřebitelských cen v červenci zpomalil na 8,5 % (v červnu 9,1 %), konečně tak snad dochází k jeho kulminaci. Vysoká inflace je způsobena především růstem cen energií (33 %), dále potravin (10,9 %), ale roste i dynamika cen služeb (5,5 %). Současně se zdá, že za vrcholem už je i růst cen průmyslových výrobců (v červenci 9,7 %). Finanční trhy se stabilizovaly, americký dolar je stále silný zejména vůči euru a akciové indexy v červenci začaly opět pomalu růst.

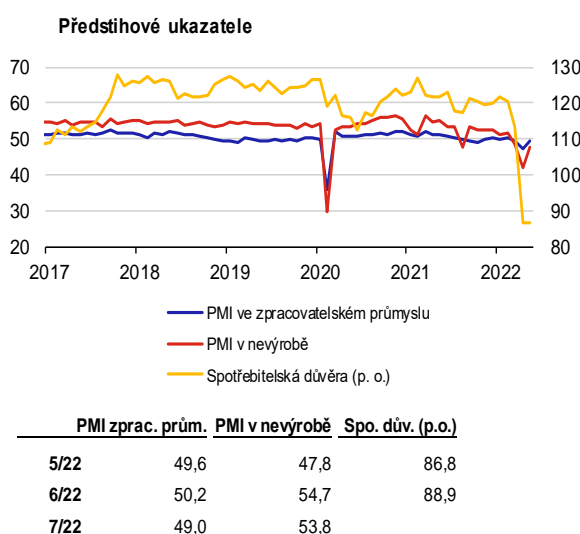
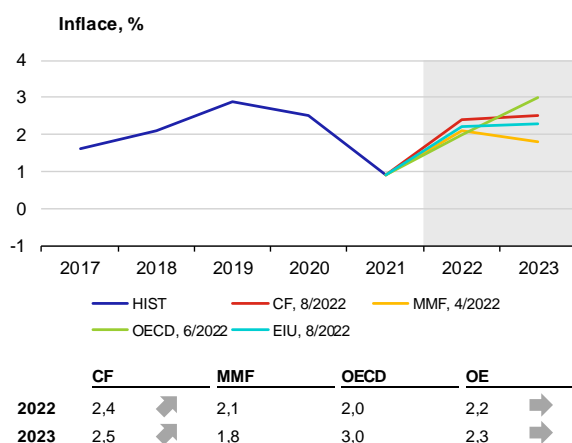
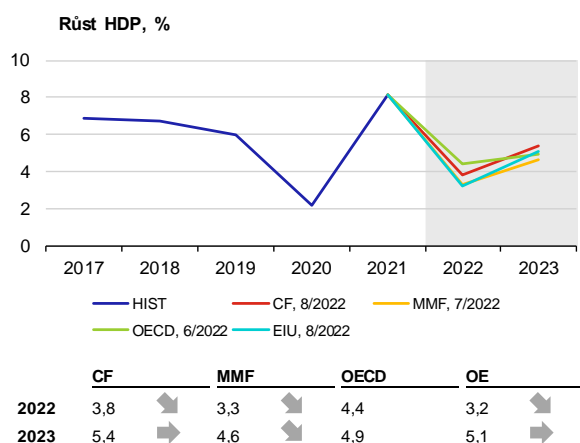


II.4 Čína

Po stagnaci HDP ve druhém čtvrtletí ani červencová data o vývoji reálné ekonomické aktivity nenaznačují výrazné zlepšení. Index PMI ve zpracovatelském průmyslu se v minulém měsíci propadl na hodnotu 49 bodů a opět se tak pohybuje v oblasti indikující ekonomickou kontrakci. Výrobní podniky dlouhodobě čelí nedostatečné poptávce, nyní navíc v situaci rostoucích nákladů, neboť se většinou jedná o odvětví s vysokou energetickou náročností produkce. V červenci došlo i ke zhoršení ukazatele aktivity v nevýrobních odvětvích. Převládající negativní ekonomický sentiment potvrzuje křehké základy, kvůli kterým bude velmi složité v dohledné době dosáhnout robustního ekonomického oživení. To odráží rostoucí vnější rizika umocněná přetrvávající nepříznivou proticovidovou politikou. Dle srpnového výhledu analytiků CF meziroční tempo růstu čínské ekonomiky v letošním roce dosáhne 3,8 %, v roce 2023 zrychlí na 5,4 %.

Čínský obchodní přebytek dosáhl v červenci rekordních 101 miliard dolarů, když export prudce vzrostl poté, co byly uvolněny protiepidemické uzavírky ve velkých čínských přístavech. Masivní obchodní přebytek Číny v letošním roce tak více než kompenzuje odliv kapitálu odrážející rychlé zvyšování úrokových sazeb amerického Fedu, a pomáhá tak udržet saldo platební bilance kladné. Na druhou stranu tlak na odliv kapitálu z Číny je tentokrát nižší ve srovnání s předchozími cykly utahování měnové politiky v USA. K tomu přispívají i přísnější podmínky a kontroly přeshraničních kapitálových toků ze strany čínských úřadů.

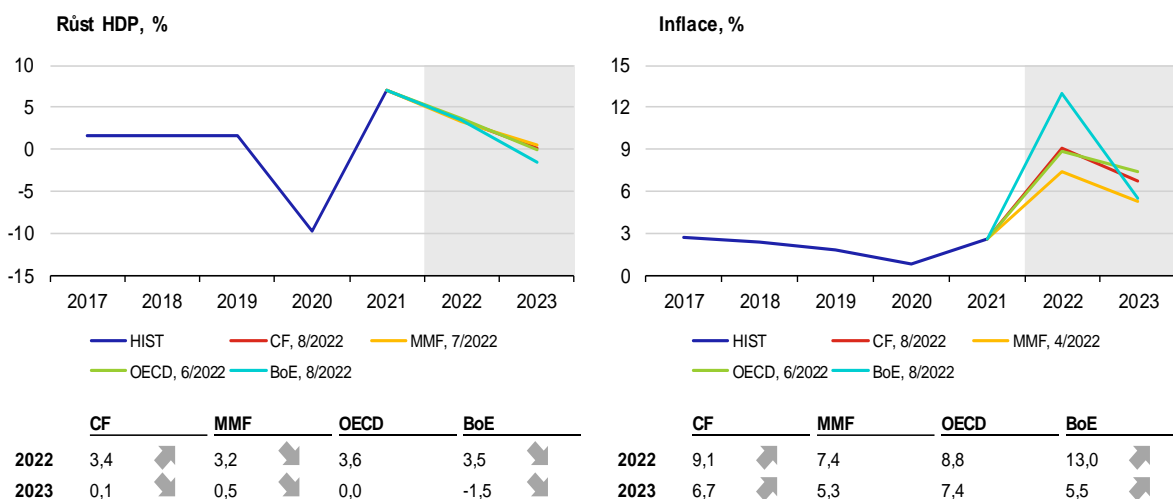
Meziroční růst spotřebitelských cen v červenci dále zrychlil na 2,7 %. To odráželo vyšší ceny potravin, zejména vepřového masa, ovoce a zeleniny, a dále také ceny energií. Zvýšená inflace přitom vytváří tlak na měnovou politiku čínské centrální banky, která by se tak měla vyvarovat dalších masivních stimulů a nadměrného tisknutí peněz na podporu ekonomiky. A to navíc i v kontextu rychlého zpřísňování měnových politik ve světě, které se propisuje do slabšího kurzu žen-min-pi vůči americkému dolaru. Dle srpnového výhledu CF se nicméně bude meziroční spotřebitelská inflace v následujících dvou letech pohybovat kolem 2,5 %.



Zdroj: Bloomberg

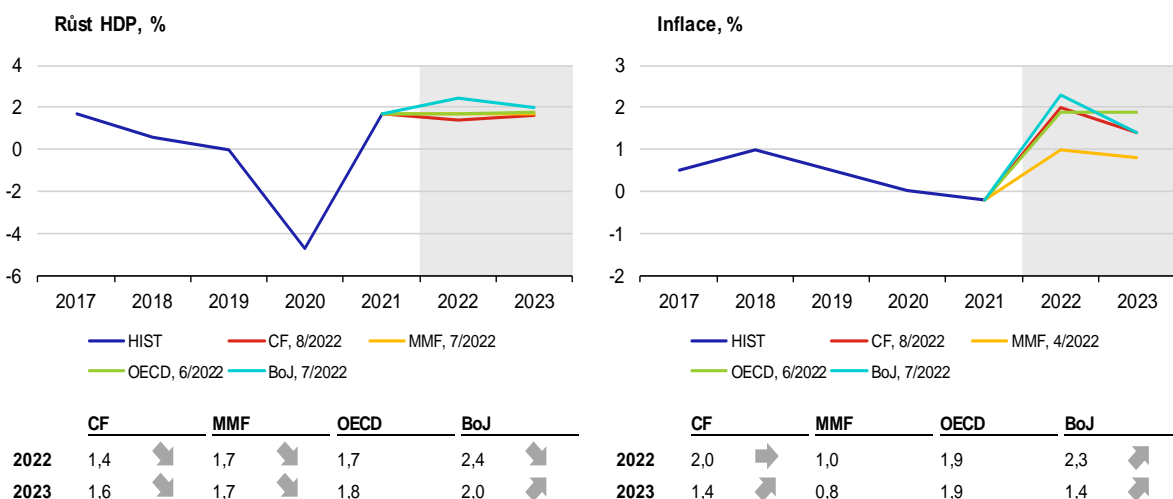
II.5 Spojené království

Inflace se blíží dvouciferným hodnotám, což zesiluje tlak na BoE. Ta na svém srpnovém zasedání rázně zareagovala navýšením základní úrokové sazby o 0,50 p. b. na 1,75 %. Inflace v důsledku prudkého nárůstu cen potravin a energií v červnu dosáhla 9,4 % meziročně a má se do konce roku vyšplhat až na 13 %. Vysoká inflace dopadá na maloobchodní tržby, podnikatelskou aktivitu a též na spotřebitelskou důvěru, která je na svých historických minimech. Kompozitní ukazatel PMI v červenci klesl na 52,1 (z červnových 53,7), což je nejnižší hodnota od února loňského roku. Sektor služeb si nadále vede lépe než sektor zpracovatelský. Trh práce zůstává napjatý a potýká se s problémem nedostatku pracovních sil. Růst britské ekonomiky zpomaluje, a v roce 2023 má dle nové prognózy BoE dokonce nastat propad HDP o 1,5 % (dle CF růst o 0,1 %). Příští premiér, kterým bude v září zvolen buď bývalý ministr financí R. Sunak nebo současná ministryně zahraničí L. Truss, tak nenastoupí do lehké situace.



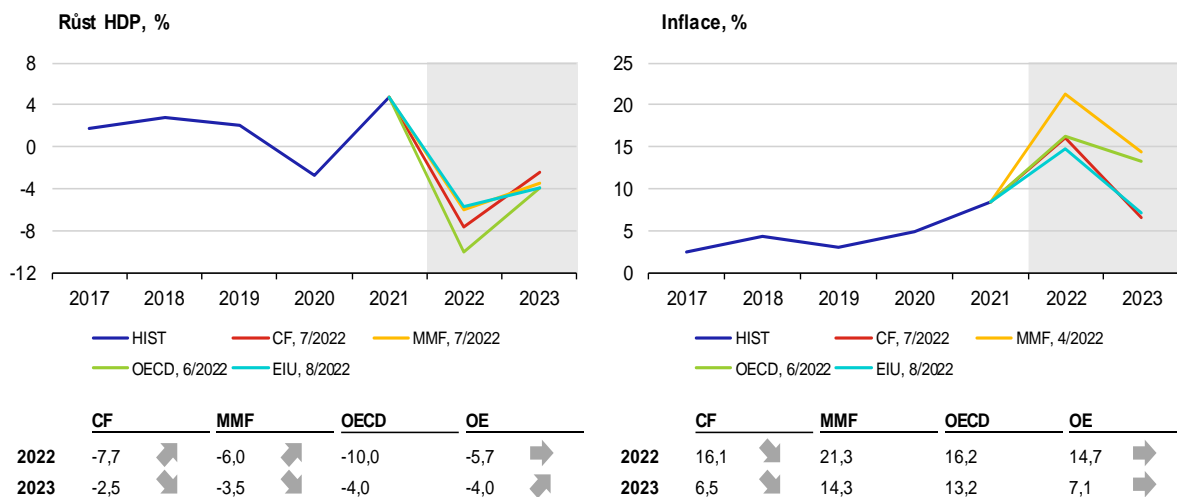
II.6 Japonsko

Indikátory ekonomické aktivity ukazují ochlazující se poptávku. Srpnový index PMI ve službách, spotřebitelský sentiment i červencové maloobchodní tržby naznačují slabnoucí spotřebitelskou poptávku, patrnou i v ostatních vyspělých ekonomikách. BoJ na svém červencovém zasedání ponechala měnovou politiku beze změny a současně potvrdila tržím svůj postoj, že měnové podmínky zůstanou uvolněné, dokud se inflace stabilně neusadí nad 2% cílem. Inflace sice již dosáhla 2,5 %, podle BoJ však jen díky přechodným vnějším nákladovým tlakům. Navzdory posílení jenu z červencového dna přivedla kombinace slabé měny a dlouhodobě nízké inflace japonský jen k nejslabšímu reálnému kurzu od začátku měření. Zemi rychle klesá přebytek běžného účtu v důsledku vysokých cen dovážených komodit a propadu příjmů z turismu. Pokles naopak mírní dividendy z investic v zahraničí, které v jenovém vyjádření díky oslabování měny vzrostly.



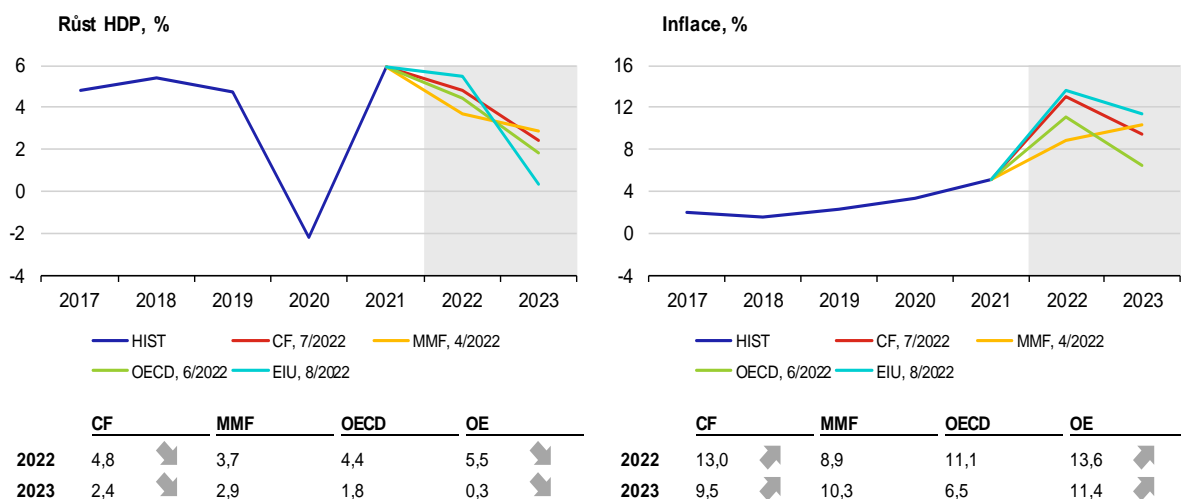
II.7 Rusko

Data o hospodářské aktivitě ve druhém čtvrtletí nepřímo odhalují první dopady rozsáhlých sankcí uvalených na Rusko. Podle předběžného odhadu se HDP propadl meziročně o 4 %. Meziroční dynamika průmyslové produkce již třetí měsíc zůstává záporná, přičemž červnový pokles dosáhl 1,8 %. Zatímco těžební průmysl meziroční růst obnovil (2,3 %), tempo propadu zpracovatelského průmyslu se zrychluje již od března a v červnu se prohloubilo na 4,5 %. Červencový S&P Global PMI ve zpracovatelském průmyslu ukazuje na další zhoršení v tomto segmentu poklesem na hodnotu 50,3. Naproti tomu pokračuje díky domácí poptávce oživení ve službách, zde PMI stoupl na hodnotu 54,7. Inflace v červenci oproti červnu zpomalila o 0,8 p. b. na 15,1 %. Ruská centrální banka ve druhé polovině července snížila klíčovou sazbu na 8 %. Devizové rezervy RF za uplynulého půl roku poklesly o více než 10 % oproti maximu dosaženému k 18. únoru 2022.



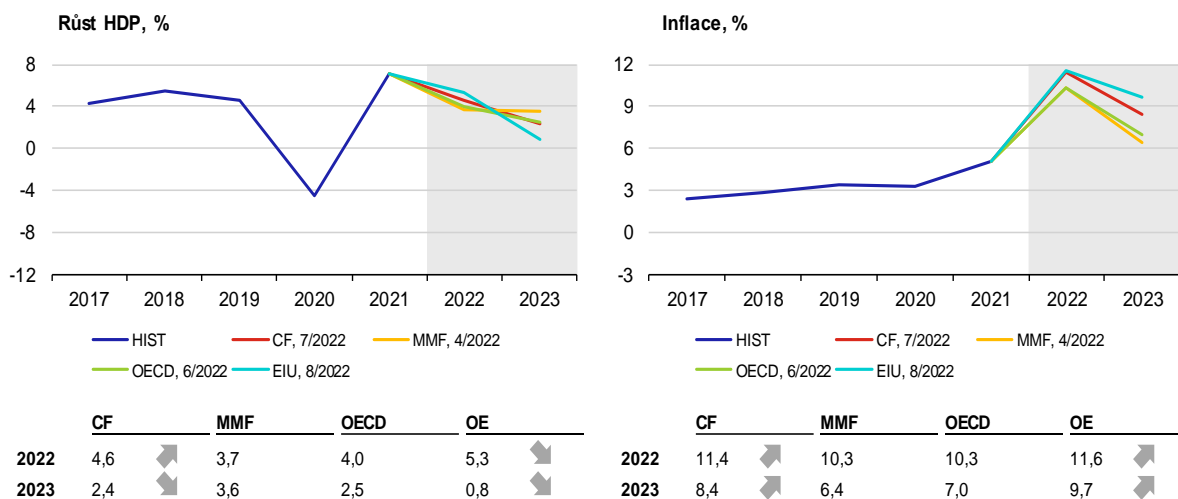
II.8 Polsko

Polská reálná ekonomika i nadále odolává všem nepříznivým okolnostem, nicméně pro rok 2023 se očekává výrazné zpomalení růstu. Nezaměstnanost setrvale klesá, v červnu dosáhla 4,9 % oproti květnovým 5,1 %. Průmyslová produkce roste dvojciferným tempem (v červnu 10,4 % mzr.), i když v ní už můžeme vidět náznaky zpomalení (v květnu 14,9 % mzr.). I u meziročního růstu mezd v podnikatelském sektoru došlo v červnu k podobnému vývoji (13 % oproti 13,5 % v květnu). Patrně se již v těchto indikátorech projevuje nízká důvěra firem v polskou ekonomiku. Polská národní banka 7. července znovu rozhodla zvýšit úrokové sazby z 6 % na 6,5 %. Patrně hledí k vývoji inflace se značným znepokojením, když meziroční růst spotřebitelských cen v červenci dosáhl 15,6 %, to znamená mírně více než v červnu (15,5 %).



II.9 Maďarsko

Bankovní rada Maďarské národní banky se snaží signalizovat, že v boji proti vysoké inflaci a slabému kurzu nepoleví. Proto se na svém zasedání 26. července rozhodla znovu rekordně zvýšit základní úrokovou sazbu, a to o 1 p. b. na 10,75 %. Meziroční růst spotřebitelských cen v červenci zrychlil na 13,7 % z červnových 11,7 %, jádrová inflace vzrostla až na hodnotu 16,7 %. Maloobchodní tržby rostly v květnu dvojciferným tempem, v červnu meziročně zpomalily na 4,5 %. Maďarský trh práce vykázal v červnu další snížení nezaměstnanosti na 3,2 % z 3,4 % v květnu, mzdy rostou od začátku roku dvojciferným tempem (v květnu 14,9 % meziročně). Na druhou stranu meziroční růst průmyslové produkce v červnu výrazně zpomalil (na 1,5 % oproti 9,4 % v květnu) a důvěra podnikatelů v maďarskou ekonomiku dle GKI Economic Research v červenci poklesla.

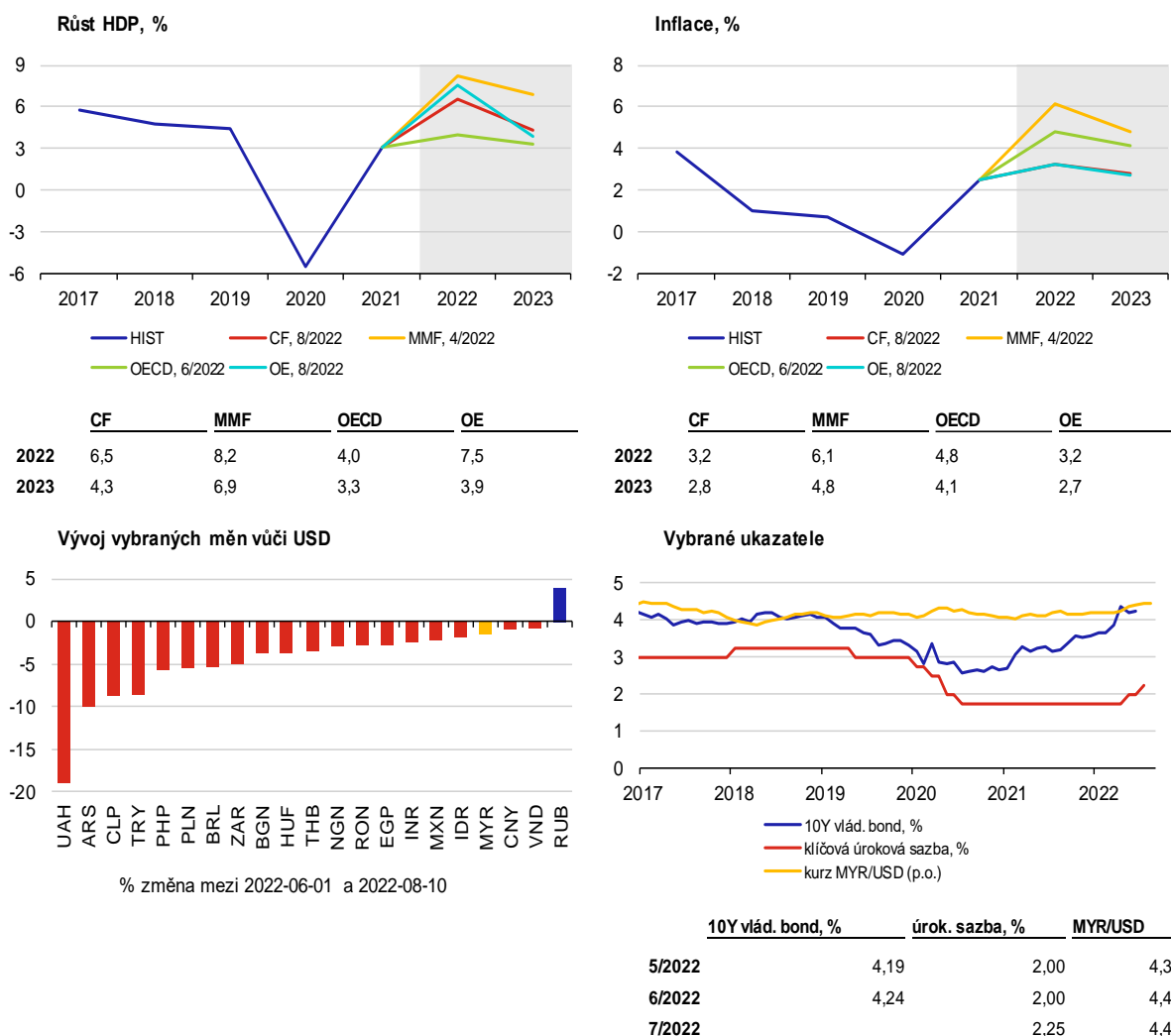


II.10 Výběr ze zemí – Malajsie

Malajská ekonomika příjemně překvapila svižným mezičtvrtletním růstem o 3,5 % ve druhém čtvrtletí, a potvrdila tak zotavení služeb a zpracovatelského průmyslu, přičemž solidní výkon běžného účtu zůstal nadále podporován vnější poptávkou po elektronice. Země bohatá na ropu a zemní plyn získává na růstovém momentu díky nahromaděné poptávce během uzavírek. Mezitím spotřebitelská inflace zrychlila na 3,4 % (nejvyšší za 12 měsíců), tažena zejména růstem cen potravin a přepravy. Svůj podíl na inflaci nese také slabší kurz (spolu s ostatními regionálními měnami), jehož vývoj reflektoval zpřísnování měnové politiky v USA a zvýšenou averzi k riziku z titulu zhoršeného výhledu globální ekonomiky a vojenské invaze Ruska na Ukrajinu. Nicméně vážnější finanční stres Malajsii nehrozí díky dobrému stavu bankovního sektoru a příhodné vnější pozici ekonomiky.

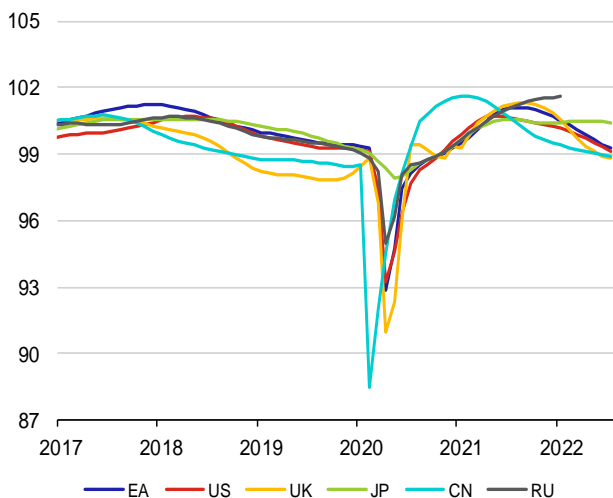
Předpokládá se, že po zbytek roku čeká Malajsii pokračování solidního ekonomického růstu podpořené solidní domácí poptávkou, zlepšením situace na trhu práce, turismem a v delším horizontu implementací připravených investičních projektů. Zklamání by však mohla přinést neočekávaně slabší poptávka ze zahraničí a další geopolitická napětí, jež by zhoršila situaci v globálních dodavatelsko-odběratelských řetězcích. Za celý rok pak sledované instituce očekávají růst nad 6 % a v roce 2023 zpomalení na zhruba 4 %.

Robustní ekonomický růst, zvýšená inflace a slabší kurz MYR/USD bude centrální banku tlačit do dalšího zvyšování sazeb (nyní 2,25 %). Většina analytiků odhaduje zvýšení sazeb o 0,25 p. b. na každém z posledních dvou zasedání v tomto roce. Pro příští rok pak analytici CF očekávají již jen jedno standardní zvýšení sazeb. Předpokládaný vrchol inflace nastane tento rok (částečně kvůli nízké srovnávací základně z titulu slevy na elektřinu v 3. čtvrtletí minulého roku), ale i v roce příštím se inflace udrží na nadprůměrných hodnotách. Vývoj malajského ringgitu vůči dolaru pak CF vidí jako postupně posílení ze stávajících 4,44 až k 4,25 v druhé polovině roku 2024.

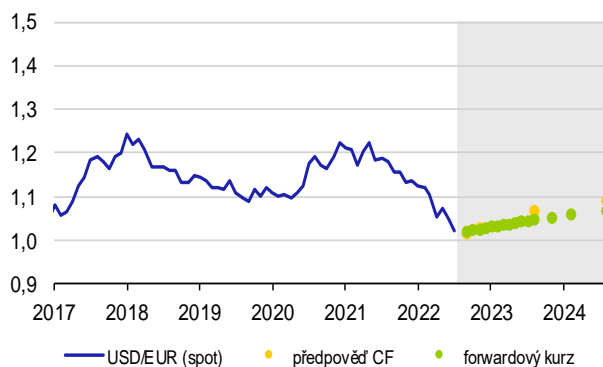


III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

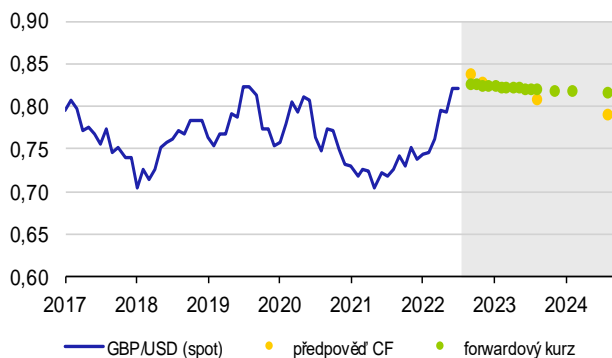


Americký dolar (USD/EUR)



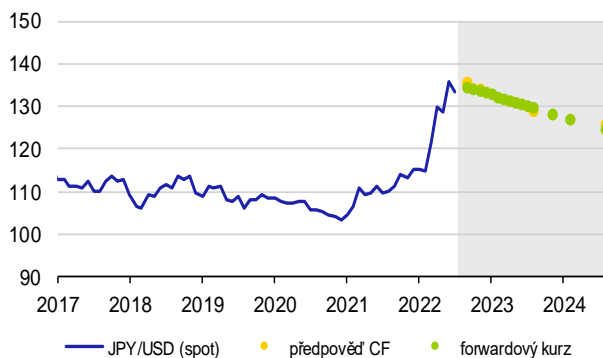
	8/8/22	9/22	11/22	8/23	8/24
spotový kurz	1,022				
předpověď CF		1,019	1,029	1,068	1,094
forwardový kurz		1,022	1,027	1,048	1,071

Britská libra (GBP/USD)



	8/8/22	9/22	11/22	8/23	8/24
spotový kurz	0,825				
předpověď CF		0,839	0,829	0,809	0,792
forwardový kurz		0,827	0,826	0,821	0,817

Japonský jen (JPY/USD)



	8/8/22	9/22	11/22	8/23	8/24
spotový kurz	134,7				
předpověď CF		135,6	134,4	129,1	126,1
forwardový kurz		134,6	133,9	129,7	124,9

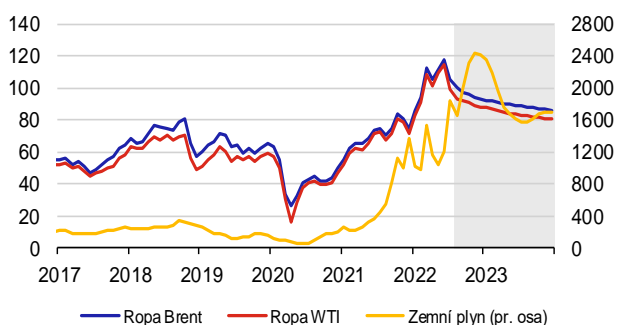
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.1 Ropa

V průběhu července se cena ropy Brent pohybovala v intervalu 100 až 108 USD/barel, na začátku srpna se ale propadla pod 95 USD/barel. K nižším cenám ropy přispívají obavy, že přísnější měnová politika velkých centrálních bank bude mít za následek zeslabení globálního ekonomického růstu, a tedy i slabší poptávku po ropě. Výrazně slabší je meziročně spotřeba benzínu v průběhu motoristické sezóny v USA i dosavadní letošní dovoz ropy do Číny. (Poptávka po pohonných hmotách v Číně je slabší z důvodu protiepidemických uzavírek a navíc Čína ve snaze snížit znečištění ovzduší omezila vývoz pohonných hmot.) Směrem k nižším cenám ropy působí i silnější dolar, uvolňování ropy ze strategických zásob USA a fakt, že Rusku se zatím daří vyvážit zvýšené množství ropy do Asie. Hedžové fondy pokračovaly v červenci v silném výprodeji. Nicméně situace na fyzickém trhu zůstává nadále napjatá. Aliance OPEC+ na svém srpnovém zasedání rozhodla jen nepatrně zvýšit plán těžby na září a varovala, že rezervní těžební kapacity, a tedy možnost dále navyšovat těžbu, jsou silně omezené. Nicméně i na fyzickém trhu se napětí na začátku srpna snížilo s obnovením vývozu ropy z Libye. Protisezonní pokles poptávky po benzínu v USA a vyšší produkce rafinérií v Asii a Evropě vedly k růstu zásob pohonných hmot, což snížilo napětí na tomto trhu, trvající několik měsíců. Marže rafinérií tak v červenci přerušily ve všech regionech trend a klesly z rekordních červnových hodnot.

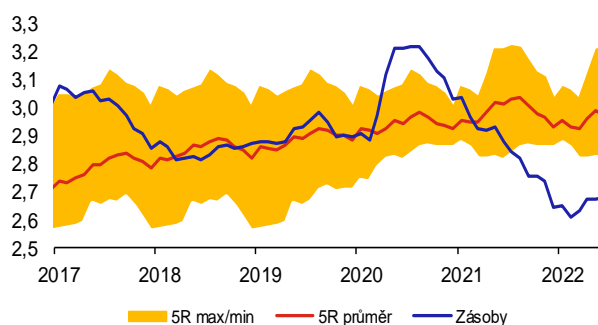
Tržní křivka z první poloviny srpna se oproti předchozímu měsíci posunula opět značně směrem dolů, přesto signalizuje ještě další pokles cen na 93,5, resp. 86 USD/barel na konci letošního, resp. příštího roku. EIA očekává ve zbytku letošního roku silnější pokles ceny ropy Brent - na prosincových 90,5 USD/barel. V příštím roce by se ale cena dle EIA měla snižovat již jen pozvolna na 88 USD/barel na konci roku. Nejvýše je se svou předpovědí opět srpnový CF, který v ročním horizontu očekává cenu ropy Brent 94,8 USD/barel.

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

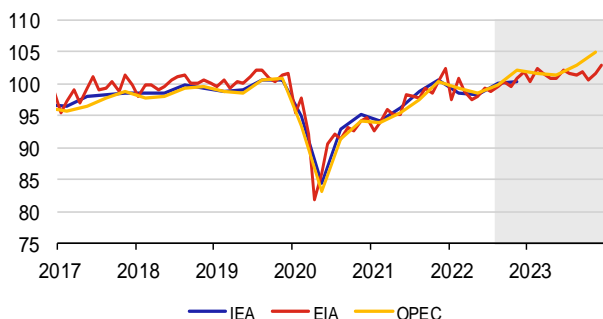


	Brent	WTI	Plyn
2022	101,16	96,75	1635,47
2023	89,09	83,76	1784,30

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

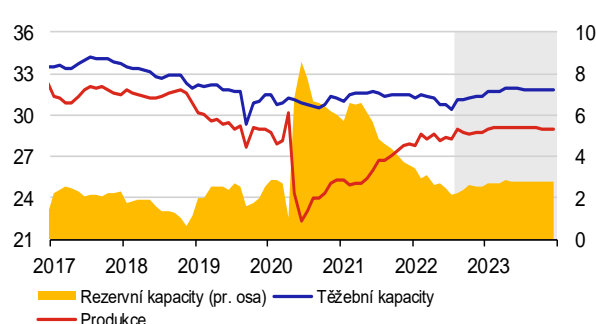


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2022	99,36	99,44	100,02
2023		101,50	102,72

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2022	28,47	31,10	2,63
2023	29,04	31,80	2,76

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

Poznámka: Cena ropy na ICE, průměrná cena zemního plynu v Evropě – data Světové banky. Budoucí ceny ropy a plynu (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů. Průmyslové zásoby ropy v zemích OECD – odhad IEA. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC – odhad EIA.

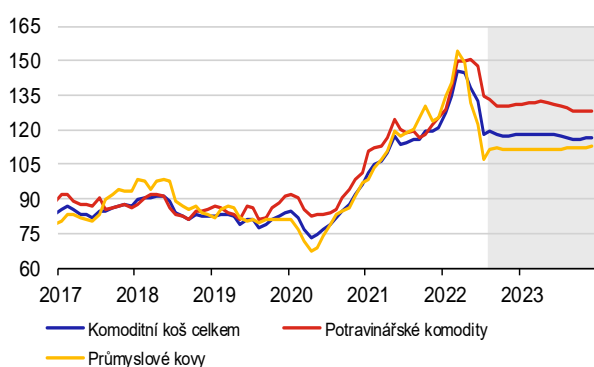
IV.2 Ostatní komodity

Průměrná cena zemního plynu v Evropě v červenci vzrostla o více než 60 % v reakci na omezení vývozu LNG z USA a další snížení přepravní kapacity plynovodu Nordstream. Zásobníky v Evropě byly sice koncem července zaplněny zhruba na 70 % kapacity, ale snížený vývoz LNG z USA a omezený tok plynu z Ruska ohrožují cíl jejich naplnění na minimálně 80 % v listopadu. Meziročně byla cena plynu na TTF na začátku srpna vyšší o více než 300 %. Cena australského uhlí rostla třetí měsíc v řadě, neboť vysoké ceny plynu zvyšují poptávku po uhlí z energetického sektoru. IEA vyzvala evropské země, aby dočasně zvýšily výrobu elektřiny z uhlí, a předešly tak nutnosti případně omezovat dodávky elektřiny podnikům v příštích měsících, kdy možnosti dovozu plynu zůstanou omezené. K vysokým cenám uhlí přispívá i zákaz dovozu ruského uhlí do Evropy a vysoká poptávka elektřiny pro klimatizace kvůli horkému počasí v Evropě.

Průměrný index cen základních kovů klesl v červenci čtvrtý měsíc v řadě kvůli slabé průmyslové aktivitě v Číně a Evropě, ale v první polovině srpna se již obrátil k růstu kvůli nízkým zásobám na LME. Produkce základních kovů v Číně roste v reakci na fiskální i měnové stimuly a uvolňování protiepidemických opatření, zatímco tamní poptávka ze stavebnictví zůstává slabá. V ostatních zemích je poptávka zpracovatelského průmyslu po základních kovech nadále nízká kvůli vysokým cenám energií. Ceny hliníku, niklu a cínu od začátku července stagnují, ceny mědi, zinku a železné rudy od poloviny měsíce již mírně rostou.

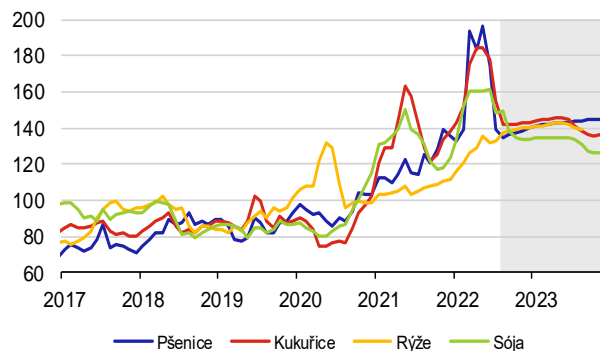
Index cen potravinářských komodit pokračoval v červenci v poklesu díky obnovení vývozu z ukrajinských přístavů v Černém moři a vyššímu vývozu z Indonésie. Cena pšenice od poloviny července po předchozí silné korekci více méně stagnuje. Silný pokles v červenci zaznamenaly ceny kukuřice a cukru, zatímco ceny rýže a vepřového masa rostly.

Indexy cen neenergetických komodit



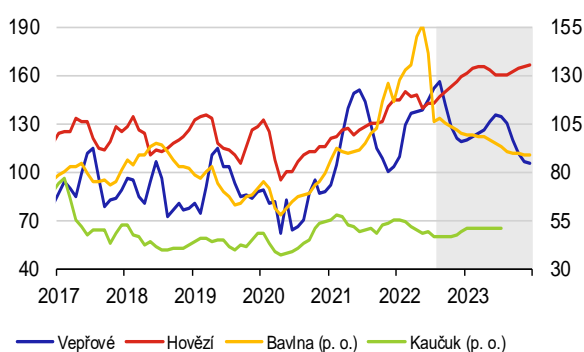
	Celkem	Potraviny	Kovy
2022	127,6	137,8	124,8
2023	117,2	130,3	111,7

Potravinářské komodity



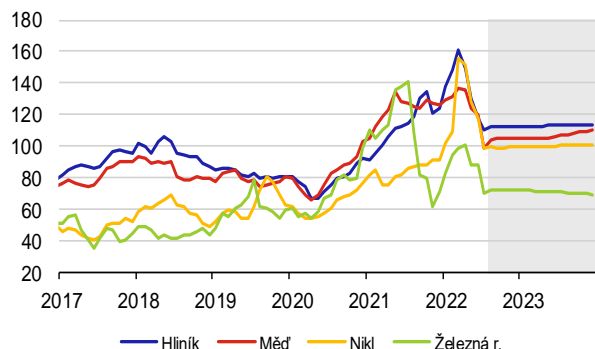
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2022	153,7	156,9	132,4	147,2
2023	143,2	141,0	141,4	131,5

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2022	134,4	148,2	122,1	49,2
2023	122,0	163,3	93,9	50,7

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2022	126,5	116,8	113,4	82,5
2023	113,4	107,1	100,4	71,1

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.

Devizové trhy v éře FinTechu¹

Vlivem digitalizace došlo postupně k větším či menším změnám na všech finančních trzích – a devizový trh není výjimkou. Devizový trh, který se vyznačuje decentralizací, rozříštěností a částečnou neprůhledností a jehož značná část nepodléhá žádné regulaci, je ovšem naprosto specifický, a konkrétní dopad technologických změn na tento segment nelze proto posoudit tak jednoduše jako u akcií, dluhopisů, derivátů obchodovaných na burze nebo kryptoaktiv. Tento článek se pokouší zmapovat změny v oblasti FinTechu, jejichž ekonomický význam pro obchodování na devizových trzích bude pravděpodobně trvalý.

Úvod: FinTech pro zprostředkovatele (původně) versus FinTech pro zákazníky (nedávno)

Devizové trhy představovaly po desetiletí zdroj snadného zisku pro velké banky, neboť pro velkoobchodní hráče zde téměř neexistovala konkurence ze strany maloobchodu. Na neregulovaném, rozříštěném a neprůhledném mimoburzovním (over-the-counter, OTC) devizovém trhu byli retailoví zákazníci plně závislí na svých dealerských bankách. V důsledku masové digitalizace se postupně vytvořilo odlišné tržní prostředí, ve kterém fintechové startupy rozpoutaly tvrdý konkurenční boj o zákazníky a tuto zavedenou hierarchii zpochybnily.

Hlavní strukturální změny, k nimž na devizovém trhu došlo s nástupem finančních inovací, nebyly rovnoměrně rozloženy v čase a lišil se i jejich rozsah v jednotlivých segmentech trhu i z hlediska jednotlivých účastníků. I deset let po nástupu

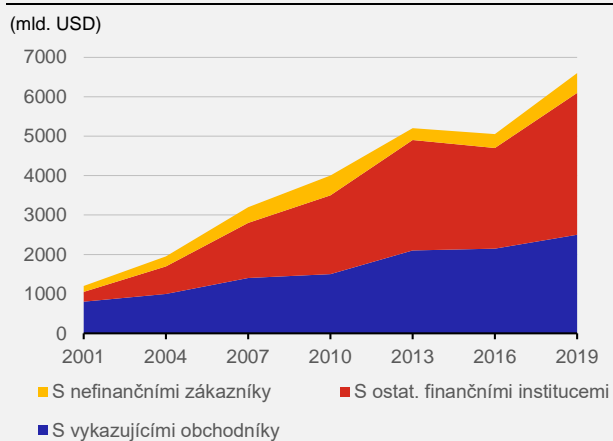
FinTech inovací si lidé jejich zavádění na devizový trh spojují především s vysokofrekvenčním obchodováním (HFT). Nyní jsou však FinTech řešení na devizovém trhu široce využívaná také zákazníky (Schimpf a Sushko, 2019), neboť v posledních deseti letech se služby elektronických devizových makléřů staly pro řadu retailových klientů dostupnými online. Méně viditelná, avšak stejně tak důležitá je digitalizace back office. Kontrola dostatečné likvidity obchodníků, stanovení a aktivace likvidačního práhu a uzavření pozic či vydávání požadavků na marže – všechny tyto úkony mohou provádět tzv. boty (a běžně je také vykonávají). Mnoho back-end procesů je tak nyní ze sta procent automatizováno.

Nejzásadnější změna ve struktuře trhu se týkala přístupu koncových uživatelů k likviditě. Souhrnné údaje, které pravidelně shromažďuje Banka pro mezinárodní platby (BIS), naznačují, že podíl devizových obchodů realizovaných jinými subjekty, než jsou velké dealerské banky, začal po krátké pauze uprostřed druhé dekády tohoto století opět růst (viz graf 1). Zároveň se během posledních dvaceti let postupně poněkud rozostřila kdysi pevně daná hranice oddělující segment trhu mezi obchodníky (inter-dealer) a segment obchodujících klientů (customer-dealer). Hlavním důvodem této změny byl nárůst počtu tzv. primárních makléřů (prime brokerage), který umožnil menším bankám, hedgeovým fondům a firmám zabývajícím se HFT aktivněji se zapojit do procesu sdílení rizik. K tomu by nedošlo, pokud by pokročilé technologie zajišťující přístup na trh nebyly dostupné širokému okruhu uživatelů. Jako první ovšem ve svůj prospěch využili veškeré vhodné inovace v oblasti informačních a komunikačních technologií profesionální algoritmičtí obchodníci.

Profesionální obchodníci: algoritmy, HFT a postupně se snižující výnosy z rozsahu

Po skončení globální finanční krize pokoušelo na trhu své štěstí stále více algoritmických obchodníků. Jelikož algo obchodování vychází z technických analýz, jejichž výsledky mají obvykle krátkodobou platnost, jeho využití na devizovém trhu pro provádění velkého počtu pokynů v co nejkratší možné době vyžaduje nejen chytrý software, ale také výkonný hardware. Kromě zadávání pokynů ve vysoké rychlosti je algo obchodování charakterizováno také vysokou mírou obratu a velkým podílem pokynů vložených k pokynům zobchodovaným. Ne vždy se ovšem u algo obchodování jedná o HFT (původní algoritmická řešení byla navržena pro akcie a měla být využívána dlouhodobě), v případě devizového obchodování se nicméně z těchto pojmů postupně stala synonyma. V rámci HFT se v každodenní realitě devizového obchodování etablovala či dále upevnila řada obecných atributů „rychlých“ trhů, k jejichž šíření dříve docházelo pouze nerovnoměrně v dílčích segmentech devizového trhu. Mezi tyto znaky patří extrémně vysoké objemy obchodů, rychlé rušení vysokého počtu pokynů, velmi krátké trvání pozic a velmi malé ziskové rozpětí u typického obchodu, provádění obchodů na základě dat a služeb pro blízkou komunikaci (proximity services) a vysoký podíl obchodování na vlastní účet u velkých hráčů.

Graf 1 – Průměrný denní objem devizových obchodů v členění podle protistran



Zdroj: BIS Triennial Survey, 2019

¹ Autorem je Alexis Derviz. Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Za veškeré chyby či opomenutí zodpovídá autor

Vysokofrekvenční devizové obchodování probíhá po většinu času na základě algoritmů, které se snaží předpovědět tržní výkyvy ještě před tím, než k nim skutečně dojde. To znamená, že se nemusí nezbytně zabývat tím, jak by trh mohly ovlivnit ekonomické a finanční fundamenty. Místo toho se bez ohledu na fundamenty zaměřuje na nepatrné posuny v cenách měnových párů a pokouší se generovat miliony nepatrných zisků. Jedním z důsledků nárůstu HFT v průběhu druhého desetiletí tohoto století byla zvýšená volatilita (Breckenfelder, 2020). Dalším pak bylo postupné vyčerpání dostupných výnosů.

HFT se stalo hlavním kanálem, kterým se technologie na devizovém trhu šířily ještě před tím, než kupujícím začaly být k dispozici mobilní aplikace a jiná retailová řešení na bázi asistentů. Nelze ovšem zatím vyloučit ani to, že na svou příležitost dostat se opět do popředí stále ještě čekají technologie jako je například software pro předpověď rizika, strojové učení, algoritmy apod.. Mezitím se však hlavním trendem v současném vývoji v oblasti FinTechu stala jednoduchost přístupu a flexibilita pro obchodníky.

FinTech pro retailové zákazníky: elektronické makléřské služby a noví zprostředkovatelé

Obvyklý postup pro tvorbu objednávek nefinančními společnostmi po desetiletí sestával z těchto částí: korporátní pokladna – poptávka po devizách – obchodník/makléř. Tento postup vytvořil základ pro bezpečnou a solidní praxi, která však zároveň vedla k nízké transparentnosti a nadvládě zprostředkovatelů nad zákazníky. Pro takový stav existoval objektivní důvod: obchody na mezibankovním trhu sice dosahovaly obrovských objemů, na tento trh však neměla většina účastníků devizového obchodování přímý přístup. Mezibankovní devizový trh vyžadoval od svých účastníků, aby vstupovali do dlouhodobých úvěrových vztahů, které si ovšem mohla dovolit jen malá část obchodníků. Obchody na mezibankovním trhu se navíc obvykle pohybují na velmi vysokých částkách, což nevyhovuje většině ostatních hráčů. Proto zůstával devizový trh jako celek po dlouhou dobu doménou výhradně bank, oficiálních institucí a velmi bohatých jednotlivců. To vše se s nástupem FinTechu změnilo.

Jakmile se v průběhu druhé dekády tohoto století segment HFT nasytil, začaly technologické inovace reagovat zejména na poptávku retailových zákazníků po zprostředkování a snížení rizika vypořádání. Toto zlepšení bylo pro většinu účastníků důležitější než tvorba dalších algoritmických obchodních kapacit a příležitostí. Navíc se zvýšilo veřejné povědomí o nerovném postavení klientů vůči dealerským bankám a výzvy k větší transparentnosti – zejména s ohledem na provádění pokynů – a vhodnějšímu uzpůsobení pokynů dle potřeb zákazníka již také nešlo dále ignorovat. V reakci na to začali poskytovatelé služeb přicházet se specializovanými řešeními pro určité skupiny zákazníků, a lepší personalizace pokynů se tak stala skutečností. Některé z těchto inovací v této kategorii jsou známé pod společným názvem prováděcí algoritmy (execution algorithms, EAs) (BIS, 2020). Mezi specializovaná řešení se řadí také specializované devizové prováděcí společnosti (execution firms), jako jsou např. společnosti obchodující čistě na vlastní účet (principal trading firms, PTFs), a měnový překryv (currency overlay), tj. outsourcing úkolů devizového Trading Desku.

Dokonalejší technologií vedly k tomu, že retailoví zákazníci získali přístup k široké škále platform umožňujících elektronické obchodování. Na těchto platformách působí makléři, kteří přímo či nepřímo využívají cen stanovených velkými bankami. Díky tomu se v průběhu let zmenšil rozdíl ve způsobu obchodování institucionálních investorů a retailových zákazníků. Retailoví zákazníci tak získali přístup k velmi konkurenčním kurzovým spreadům a obchodování je pro ně nesmírně pohodlné. Tento vývoj ovšem na druhou stranu v určitém okamžiku vyústil v pokles objemu obchodů na trzích mezi obchodníky (Moore et al., 2016). Po krátké přestávce nicméně došlo k opětovnému obnovení celkového růstu, což odráželo přitažlivost nové struktury pro kupující a tomu odpovídající nárůst poptávky po službách dealerských bank poskytovaných subjekty ze stále se rozrůstající komunity nebankovních poskytovatelů likvidity. Ti také postupně předstihli hlavní dealerské banky, pokud jde o objemy zpracovávaných pokynů (viz graf 2). Zvyšující se podíl pokynů skrytých za tímto růstem měl původ v jejich algoritmickém provádění, které představovalo další rys éry vzestupu FinTechu.

Ačkoliv devizové obchodování zůstává i nadále oblastí značně roztržštěnou, agregátory a odborné poradenské služby (jako je například platforma MetaTrader) umožňují v současné době koncovým uživatelům i obchodníkům propojení se širokou škálou obchodních míst a protistran dle vlastního výběru. Při vyšším počtu propojených protistran se snížily náklady na vyhledávání potenciálních kupujících a prodávajících (které představují hlavní nevýhodu mimoburzovních trhů) a zvýšila se rychlost obchodování. Tradiční strukturu trhu založenou na vztahu mezi obchodníkem a zákazníkem nahradila síťová topologie obchodování, kde jako poskytovatelé likvidity vystupují jak banky, tak i nebankovní subjekty. Fakticky se jedná

Graf 2 – Účast v devizových obchodech k 15. lednu 2019



Zdroj: <https://www.dailyfx.com/education/beginner/forex-market-size.html>

o formu v devizovém obchodování dobře známého jevu, v minulosti označovaného jako „horký brambor“ („hot potato“), při němž však obchodníka v mnoha případech nahrazuje obchodní platforma. Úkolem obchodní platformy je navázat spojení s makléřem, který poskytuje tržní informace v reálném čase a provádí příkazy k nákupu či prodeji zadané zákazníkem. Další funkcionality umožňují zákazníkovi provádět rychlé technické analýzy cen a řídit tak své obchodní aktivity sofistikovanějším způsobem. Pokud tedy chtějí, mohou retailoví uživatelé svěřit veškerou rutinní práci spojenou s technickou analýzou i samotným obchodováním expertní aplikaci. Jiné programy například analyzují tržní data na základě několika personalizovaných ukazatelů a řídí tak obchodní aktivity namísto makléře. Kromě schopnosti obchodovat v kteroukoli denní či noční hodinu jsou odborné poradenské aplikace ve srovnání s lidmi také přesnější při vytváření analýz a zároveň jsou i rychlejší při provádění příkazů. Retailoví obchodníci mají navíc přístup k elektronickým komunikačním sítím (electronic communication networks, ECNs), které propojují nabídky dostupné na mnoha trzích a nabízejí i další pomocné funkce, a pro obchodníky tak představují víc než jen pouhé chatovací místnosti.

Prozatím není zcela zřejmé, jak náhrada dvoustupňové struktury účastníků, která devizovému trhu dominovala v předchozích letech, výše popsanou strukturou třístupňovou ovlivní stabilitu a integritu tohoto trhu jako celku.

Devizový trh bude i nadále součástí neprůhledného mimoburzovního trhu a probíhající strukturální změny povedou k ještě větší fragmentaci než dříve. Na druhou stranu by lepší pozice uživatelů trhu měla teoreticky vést k efektivnější tvorbě cen a zvýšení blahobytu. Zda je tato naděje zatím předčasná či nikoliv bude záležet na dostatečném a rovnoměrném rozšíření nejlepších dostupných obchodních technologií mezi účastníky a náležitém dohledu nad zprostředkovateli ze strany příslušných orgánů.

Devizový obchod a kryptoměnové burzy

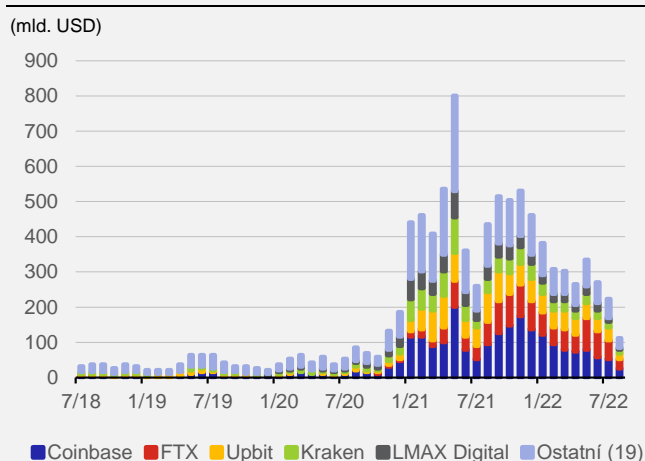
Jakmile se na trhu objevily první kryptoměny, vyvstala potřeba tyto měny obchodovat jak mezi sebou, tak vůči měnám vládním. Online platformy nabízené k tomuto účelu držitelům kryptoměn se nazývají kryptoměnové burzy. Jedná se ovšem o menší paradox a zároveň také o nesprávné označení, neboť při tradičním obchodování s devizami – na rozdíl od obchodování s akciemi a dluhopisy – se organizovaných burz, jak známo, nevyužívá. Bylo by tedy vhodnější označovat obchodní systémy, jako jsou např. Binance, Coinbase, Gemini či Kraken, jako krypto makléře. To platí i pro centralizované burzy (centralised exchanges, CEX), které jsou velmi podobné elektronickým knihám, jež za poplatek shromažďují a provádějí limitní a tržní pokyny. Decentralizované burzy (decentralised exchanges, DEX) pak naopak namísto knih objednávek využívají tzv. pooly liquidity (liquidity pools). Ty fungují jako decentralizované aplikace (decentralised applications, dApps) na blockchainu a v závislosti na momentálním stavu trhu nabízejí velmi volatilní podmínky provádění příkazů a latenci. Aplikace dApps nejsou navíc ze své podstaty schopny obchodovat oficiální měny a pouze zprostředkovávají výměnu kryptoaktiv. Převody oficiálních měn na kryptoměny (a obráceně) nelze proto provádět bez využití CEX.

Bez ohledu na zavádějící terminologii spočívá hlavní rozdíl mezi devizovým obchodováním s oficiálními měnami a kryptoměnami ve skladbě účastníků. Na kryptoměnových burzách převažují soukromé osoby (či subjekty reprezentované adresou peněženky se skrytou identitou, které jsou tudíž z právního hlediska od fyzických osob nerozpoznatelné). Devizový trh pro tradiční měny pak na druhou stranu využívají jak jednotliví investoři, tak velcí vládní a institucionální účastníci, jejichž identita je zcela odhalena. Na kryptoměnových trzích naopak vládý v současné době představují pouze menší hráče a s myšlenkou na zavedení státem kontrolované kryptoměny si některé z nich nanejvýše pohrávají.

Další formální rozdíl spočívá v tom, že kryptoměnové burzy jsou otevřené 24 hodin denně, 7 dní v týdnu a 365 dní v roce, a jakožto neregulovaný mimoburzovní trh tak naplňují svůj původní, široce inzerovaný příslib. Skutečná distribuce hloubky trhu se přitom nevyznačuje žádnou zvláštní citlivostí, pokud jde o zeměpisnou oblast nebo časové pásmo.

Vzhledem k doposud relativně nevelkému průniku kryptoměn do hlavního proudu finančnictví je zaznamenaný objem obchodů s kryptoměnami vcelku pozoruhodný. V září 2021 se například celkový souhrn denních obchodů na kryptotrzích pohyboval kolem 1,3 bil. USD. Tato částka mírně převyšuje jednu pětinu objemu obchodovaných oficiálních deviz, což podle nejnovějšího průzkumu centrálních bank prováděného Bankou pro mezinárodní platby (BIS) v tříletém intervalu (BIS, 2019) představuje více než 6 bil. USD denně, a činí z něj tak největší trh na světě.

Graf 3 – Objemy obchodů na vybraných kryptoměnových burzách



Zdroj: Cryptocompare
Pozn.: Data k 16. srpnu 2022

Devizový trh a CBDC: partneři, nebo konkurenti?

Aktuálně dostupné údaje (viz graf 3) nijak nenasvědčují tomu, že převody kryptoměn na oficiální měny mají nakročeno k nekontrolované expanzi či k tomu stát se jinak významným faktorem v devizovém ekosystému. Jednou věcí je založení účtu u online devizového makléře (což je, jak již bylo řečeno, díky neustálé konkurenci pro zákazníky stále jednodušší), jinou je však vytvoření digitální peněženky za účelem trvalé přítomnosti na jedné či více kryptoměnových burz. Pořízení digitální peněženky představuje podstatně dalekosáhlejší rozhodnutí a tento krok zatím považovala za užitečný pouze menšina retailových účastníků devizového trhu. I v této oblasti ovšem působí hráč, který je stále více připraven toto rozhodnutí zjednodušit či jej dokonce povinně vyžadovat, a tím je komunita centrálních bank zavádějících digitální měny (central bank digital currency, CBDC). Je přitom zřejmé, čemu chtějí centrální banky zabránit: nechtějí, aby je soukromé iniciativy typu stablecoin, jako je např. projekt Libra/Diem, připravily o jejich pravomoci. Převážná část veřejnosti si ovšem pravděpodobně zatím ještě neuvědomuje možný důsledek tohoto kroku, jímž je nucené masové zavádění digitálních peněženek soukromým sektorem. Jakmile ovšem k jejich zavedení dojde, stanou se digitální peněženky technologií pro domácnosti, a bude pak jen otázkou času, než porozumí tomu, jak s nimi zacházet a využívat výhod krypto univerza v celé jeho šíři. Stejná – či snad odlišná, avšak podobným způsobem spravovaná – peněženka se stane vstupní branou pro obchody směřující kryptoměny zaoficiální měny či jiné kryptoměny, a to bez ohledu na to, s jakým záměrem byla politika CBDC původně zavedena. Samostatnou kapitolou jsou pak důsledky této politiky pro měnovou suverenitu; pro devizový trh může nicméně znamenat další decentralizaci v poskytování likvidity s mnohem dalekosáhlejšími dopady, než je jen výše popsané pronikání FinTechu do maloobchodu v podobě online poskytovatelů likvidity. Stručně řečeno, současný trend CBDC a jeho popularita mezi centrálními bankéři by centrální banky mohl spíše poškodit, zatímco na samotném devizovém trhu by spustil další vlnu demokratizace (v podobě posílení pozice uživatelů).

Závěr: výzvy do budoucna

Význam FinTechu pro různé účastníky a různé měny se liší. Hlavní měnové páry zažívají především posuny ve volatilitě (delší období stability než v minulosti), zatímco menším měnám může prospívat větší rozložení tržních sil na straně zprostředkovatelů. CBDC pak mohou v souvislosti s náhlými výkyvy důvěry představovat nový zdroj narušení trhu.

V současnosti se očekává, že obchodování s devizami poroste zejména na rozvíjejících se trzích. Tento trend se již začal projevovat, přičemž působivým příkladem může být např. Singapur, který je v celosvětovém měřítku třetím největším devizovým trhem hned za Velkou Británií a USA. Proto se také očekává, že své pobočky budou v různých oblastech světa zakládat další platformy a přitom zavádět do praxe lokální prvky, například formou integrace místních jazyků.

V prvních patnácti letech tohoto století byla primárním zdrojem operačního rizika na devizových trzích křehkost algoritmů HFT (viz například „flash crash“, tj. prudký pád cen na burze, ke kterému došlo 6. května 2010). S tím, jak FinTech proniká do maloobchodu a segment nebankovních devizových poskytovatelů likvidity nadále roste, zvyšuje se i potenciál pro incidenty, jako je např. narušení bezpečnosti údajů či podvodné jednání.

Zatím není zcela zřejmé, jak průnik FinTechu na devizový trh konkrétně ovlivňuje volatilitu směnných kurzů, nezdá se však, že by ji zásadním způsobem zvyšoval. Pokračující růst objemu obchodů, zejména v rozvíjejících se trzích ekonomikách a zároveň napříč širokým spektrem uživatelů, může být varovným signálem, pokud jde o odolnost vůči spekulativním bublinám (a tedy i noční můrou pro jakoukoliv centrální banku, která vydává volně plovoucí měnu). Zároveň je nyní větší počet poskytovatelů likvidity nucen devizové riziko internalizovat a přebírat za něj odpovědnost, a nechovat se tedy jako agenturní obchodník, nýbrž jako společnost obchodující na vlastní účet, a poskytovat služby nad rámec pohodlného, plně automatického zpracování příkazů klienta (straight-through client order processing, STP). To znamená, že náklady plynoucí z prasknutí spekulativních bublin ponese vícero účastníků, což přispěje k celkové stabilitě a odolnosti trhu. Nárůst obchodu s kryptoměnou, kdy dochází k její směně za měnu tradiční, komplikuje úvahy tvůrců měnové politiky o zavedení CBDC. K obávanému narušení zavedených postupů na devizových trzích ze strany CBDC ovšem nemusí nevyhnutelně dojít. Inovující centrální banky buď správně porozumí interakci mezi novými technologiemi i preferencím účastníků trhu a do struktury trhu se přirozeně začlení, anebo se tak nestane a jejich role na devizovém trhu pro směnu kryptoměn za měny tradiční zůstane pouze okrajová.

Zdroje

Bank for International Settlements (2019) Foreign exchange turnover in April 2019. Triennial Central Bank Survey.

Bank for International Settlements (2020) FX execution algorithms and market functioning. Report to the Markets Committee.

Breckenfelder, J. (2020), Competition among high-frequency traders and market quality, ECB Working Paper 2290.

Moore, M., A. Schrimpf a V. Sushko (2016) Downsized FX markets: causes and implications. BIS Quarterly Review, 35–51.

Schrimpf, A., a V. Sushko (2019) Sizing up global foreign exchange markets. BIS Quarterly Review, 21–38.

Klíčová slova

devizový trh, fintech, CBDC

JEL Klasifikace

E58, F31, F41

A1. Změna predikcí pro rok 2022

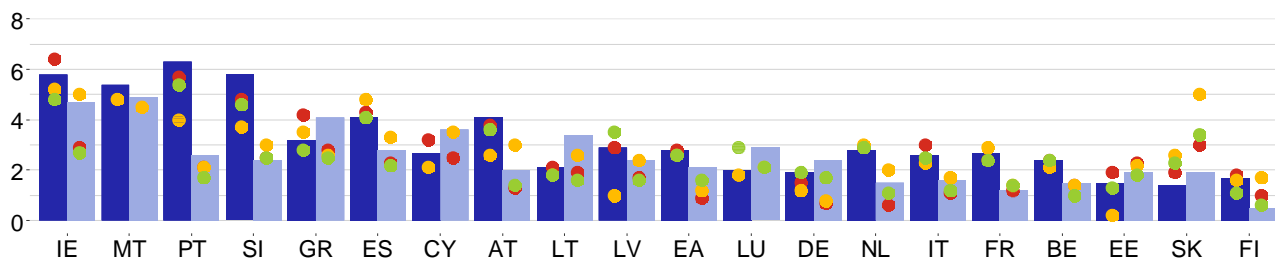
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	+0,1	-0,2	-1,7	-0,9	+0,3	+3,6	+4,3	+1,7
US	-0,4	-1,4	-1,2	-1,1	+0,2	+4,2	+2,2	+0,9
UK	+0,1	-0,5	-1,1	-0,3	+0,5	+4,8	+4,4	+2,7
JP	-0,2	-0,7	-1,7	-0,5	0	+0,5	+1,1	+0,4
CN	-0,4	-1,1	-0,7	-0,8	+0,2	+0,3	+0,3	0
RU	+0,7	+2,5	-12,7	0	-1,8	+16,5	+10,3	0

A2. Změna predikcí pro rok 2023

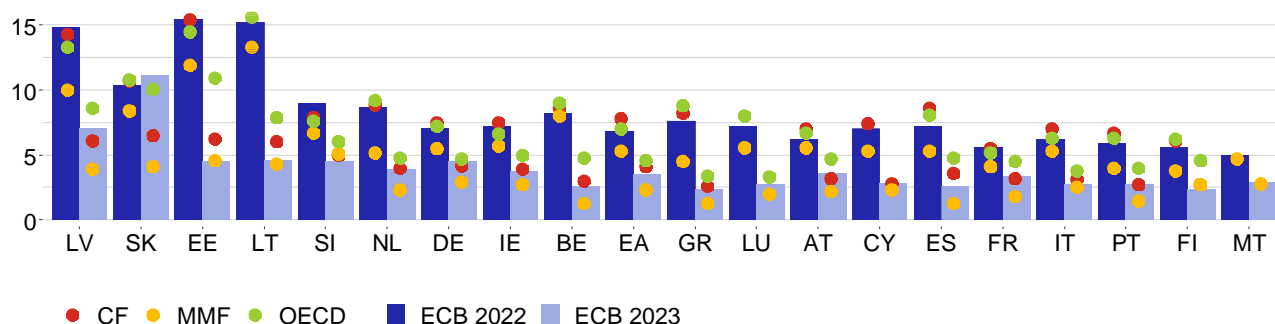
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	-0,5	-1,1	-0,9	-0,7	+0,4	+0,9	+2,8	+1,4
US	-0,3	-1,3	-1,2	-0,5	+0,1	+0,2	+1,0	-0,1
UK	-0,4	-0,7	-2,1	-1,2	+1,1	+3,3	+5,0	+2,0
JP	-0,1	-0,6	+0,7	+0,1	+0,1	+0,1	+1,1	+0,3
CN	0	-0,5	-0,2	0	+0,2	-0,1	+0,6	0
RU	-0,3	-1,2	-5,3	+0,6	-0,6	+9,8	+8,8	0

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



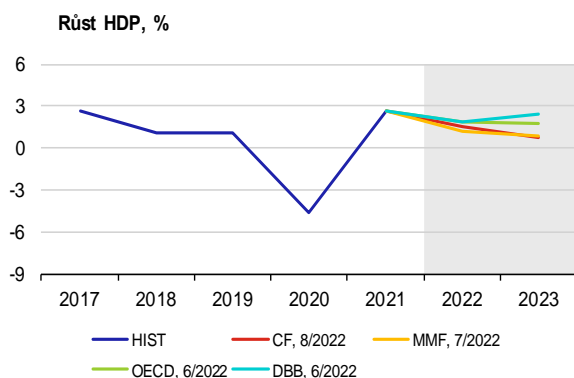
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



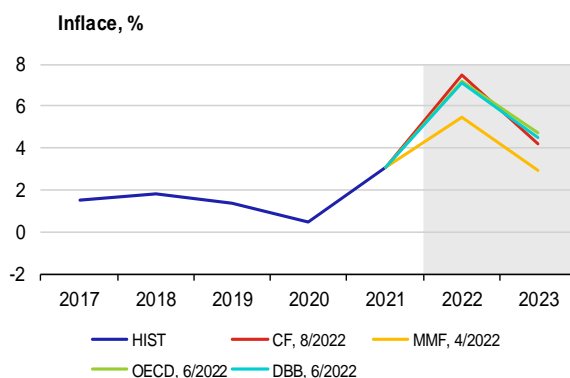
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny

Německo

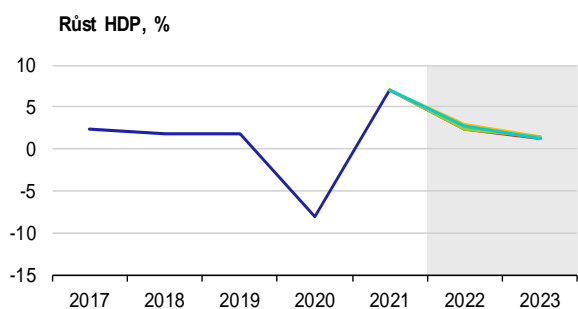


	CF	MMF	OECD	DBB
2022	1,5	1,2	1,9	1,9
2023	0,7	0,8	1,7	2,4

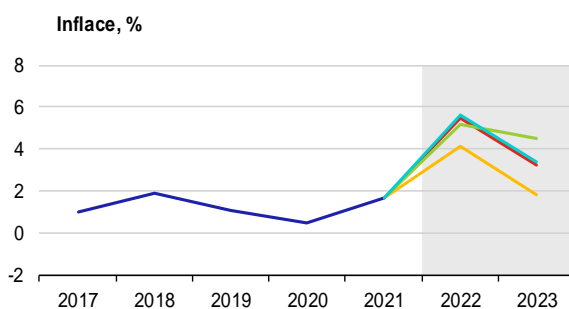


	CF	MMF	OECD	DBB
2022	7,5	5,5	7,2	7,1
2023	4,2	2,9	4,7	4,5

Francie

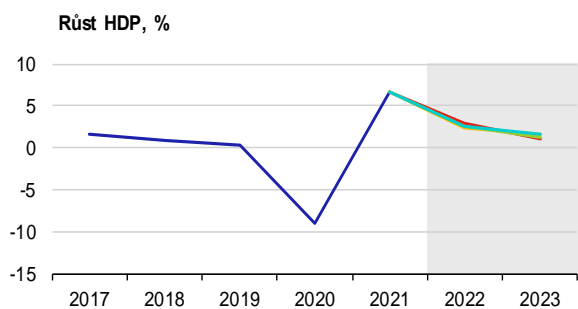


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,4	2,9	2,4	2,7
2023	1,2	1,4	1,4	1,2

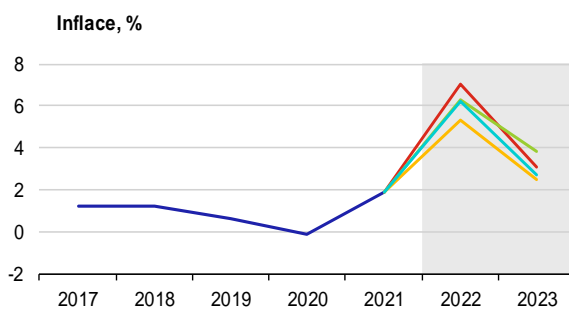


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	5,5	4,1	5,2	5,6
2023	3,2	1,8	4,5	3,4

Itálie

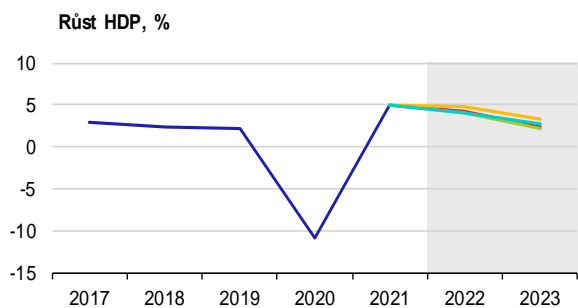


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	3,0	2,3	2,5	2,6
2023	1,1	1,7	1,2	1,6

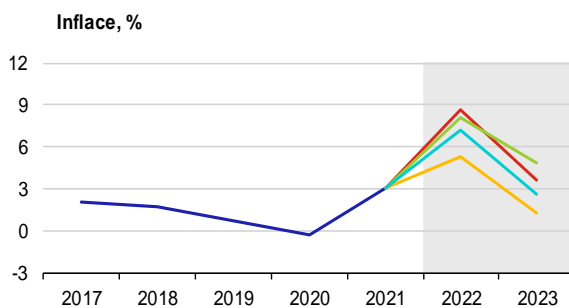


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	7,0	5,3	6,3	6,2
2023	3,1	2,5	3,8	2,7

Španělsko

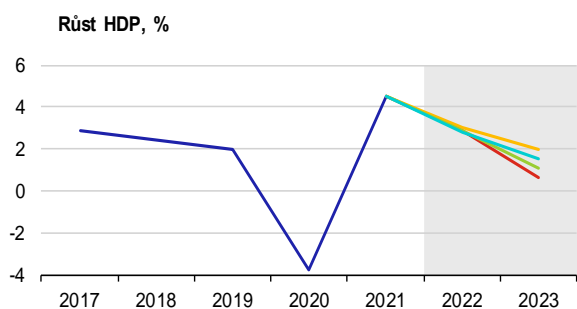


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,3	4,8	4,1	4,1
2023	2,3	3,3	2,2	2,8



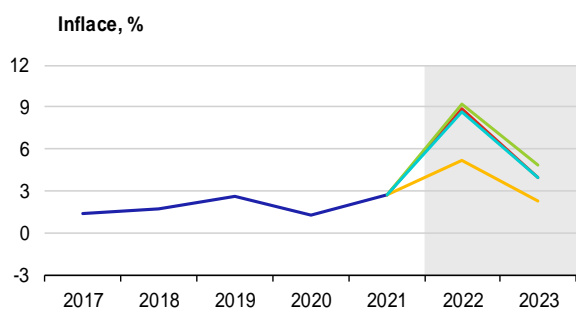
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,6	5,3	8,1	7,2
2023	3,6	1,3	4,8	2,6

Nizozemsko



— HIST — CF, 8/2022 — MMF, 4/2022
— OECD, 6/2022 — ECB, 6/2022

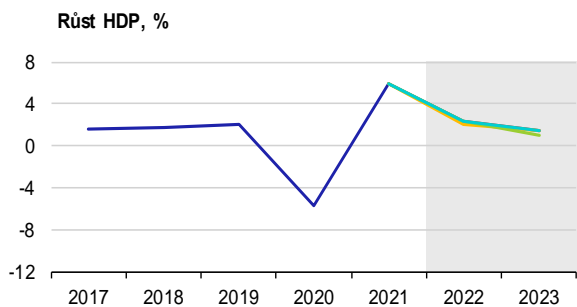
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,9	3,0	2,9	2,8
2023	0,6	2,0	1,1	1,5



— HIST — CF, 8/2022 — MMF, 4/2022
— OECD, 6/2022 — ECB, 6/2022

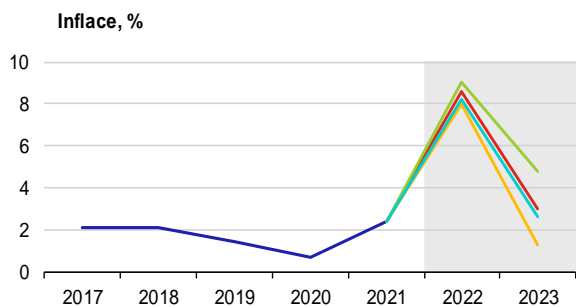
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,9	5,2	9,2	8,7
2023	4,0	2,3	4,8	3,9

Belgie



— HIST — CF, 8/2022 — MMF, 4/2022
— OECD, 6/2022 — ECB, 6/2022

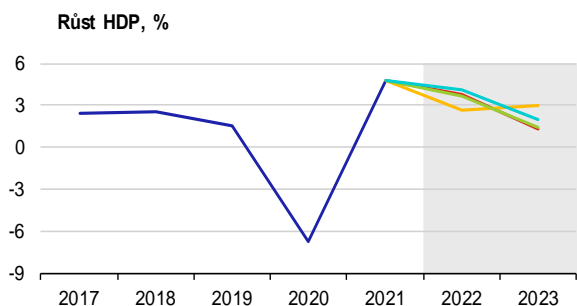
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,4	2,1	2,4	2,4
2023	1,4	1,4	1,0	1,5



— HIST — CF, 8/2022 — MMF, 4/2022
— OECD, 6/2022 — ECB, 6/2022

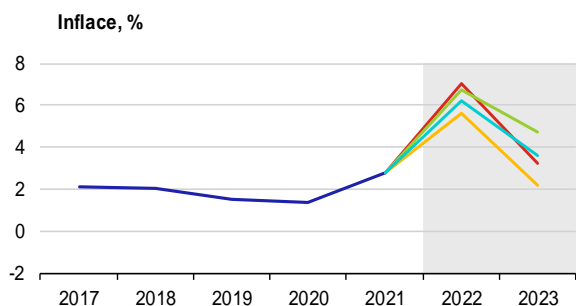
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,6	8,0	9,0	8,2
2023	3,0	1,3	4,8	2,6

Rakousko



— HIST — CF, 8/2022 — MMF, 4/2022
— OECD, 6/2022 — ECB, 6/2022

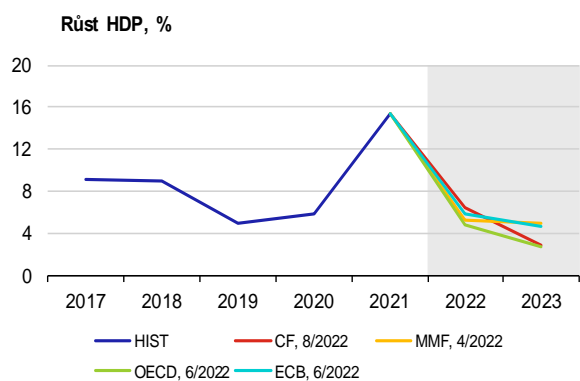
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	3,8	2,6	3,6	4,1
2023	1,3	3,0	1,4	2,0



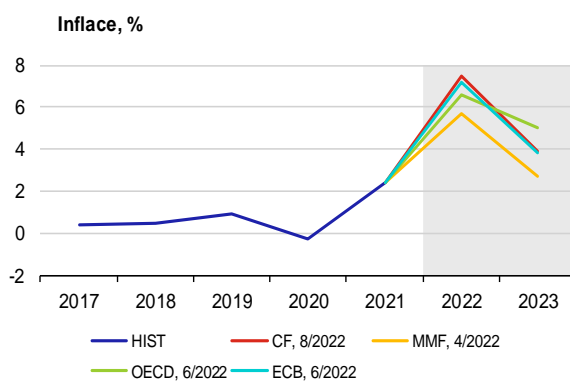
— HIST — CF, 8/2022 — MMF, 4/2022
— OECD, 6/2022 — ECB, 6/2022

	CF	MMF	OECD	ECB
2022	7,0	5,6	6,7	6,2
2023	3,2	2,2	4,7	3,6

Irsko

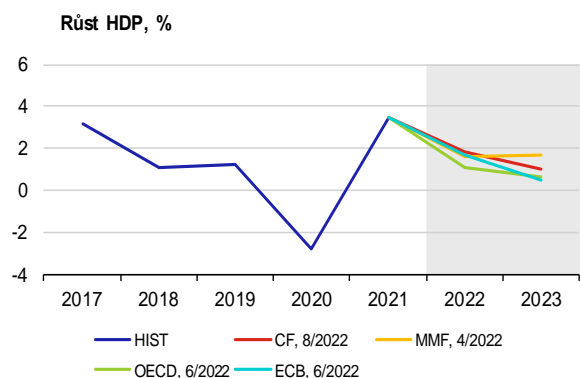


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	6,4	5,2	4,8	5,8
2023	2,9	5,0	2,7	4,7

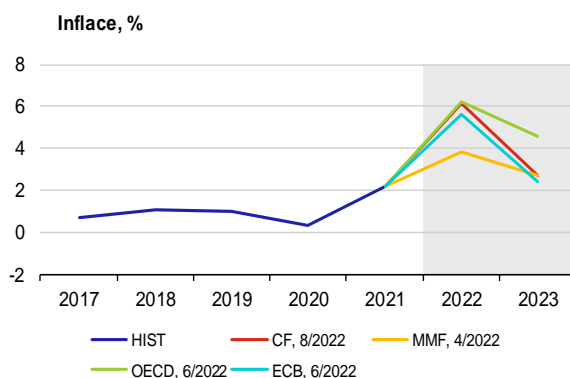


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	7,5	5,7	6,6	7,2
2023	3,9	2,7	5,0	3,8

Finsko

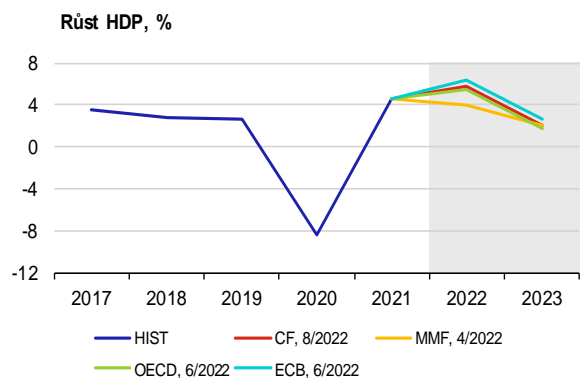


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	1,8	1,6	1,1	1,7
2023	1,0	1,7	0,6	0,5

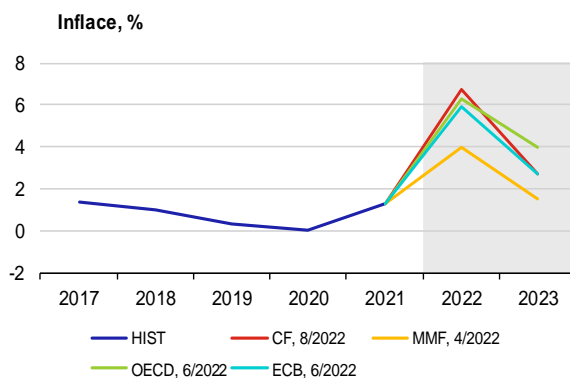


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	6,1	3,8	6,2	5,6
2023	2,7	2,7	4,6	2,4

Portugalsko

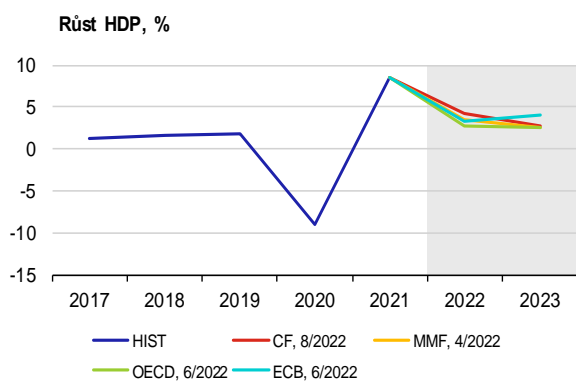


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	5,7	4,0	5,4	6,3
2023	2,1	2,1	1,7	2,6

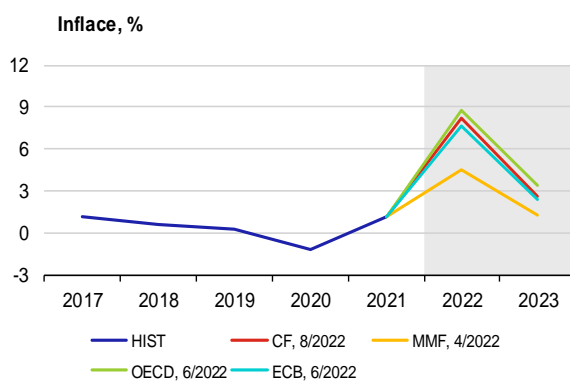


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	6,7	4,0	6,3	5,9
2023	2,7	1,5	4,0	2,7

Řecko

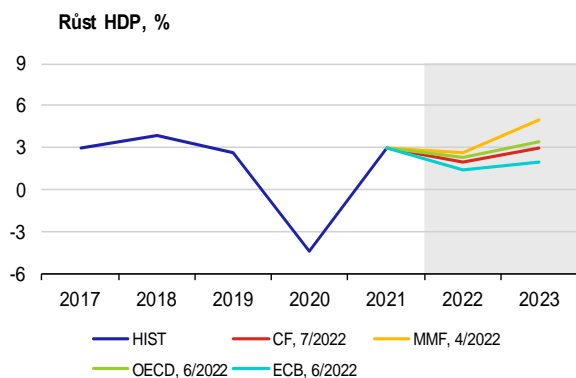


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,2	3,5	2,8	3,2
2023	2,8	2,6	2,5	4,1

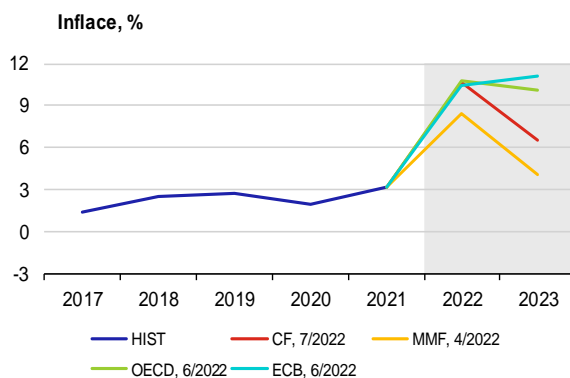


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,2	4,5	8,8	7,6
2023	2,6	1,3	3,4	2,4

Slovensko

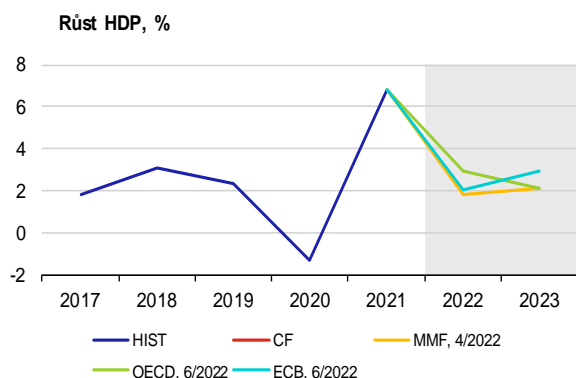


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	1,9	2,6	2,3	1,4
2023	3,0	5,0	3,4	1,9

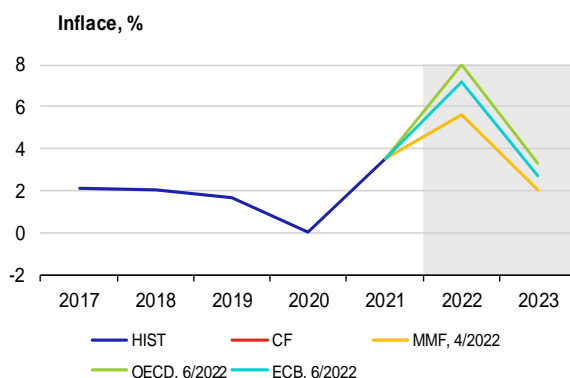


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	10,7	8,4	10,8	10,4
2023	6,5	4,1	10,1	11,1

Lucembursko

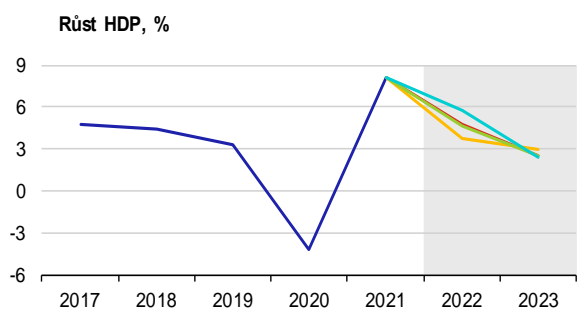


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	1,8	2,9	2,0
2023	n. a.	2,1	2,1	2,9

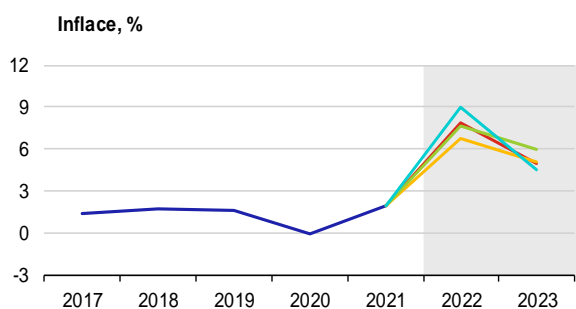


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	5,6	8,0	7,2
2023	n. a.	2,0	3,3	2,7

Slovensko

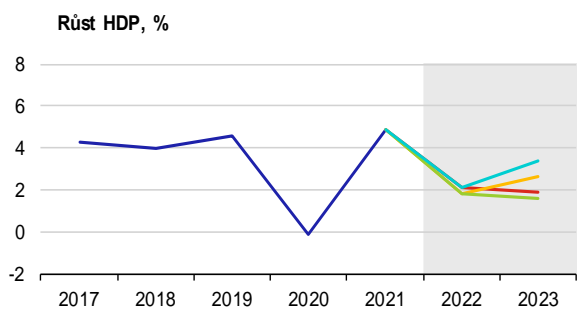


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,8	3,7	4,6	5,8
2023	2,5	3,0	2,5	2,4

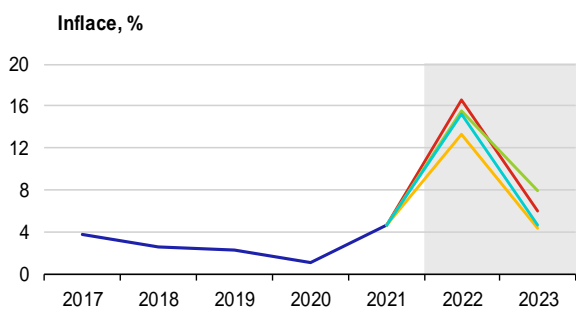


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	7,9	6,7	7,6	9,0
2023	5,0	5,1	6,0	4,5

Litva

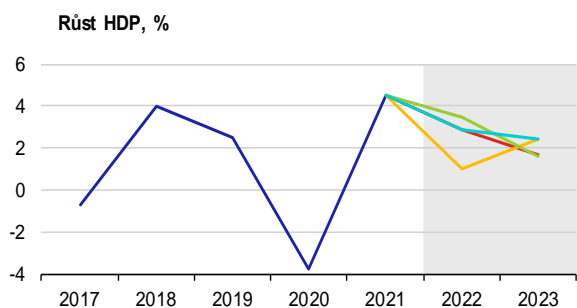


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,1	1,8	1,8	2,1
2023	1,9	2,6	1,6	3,4

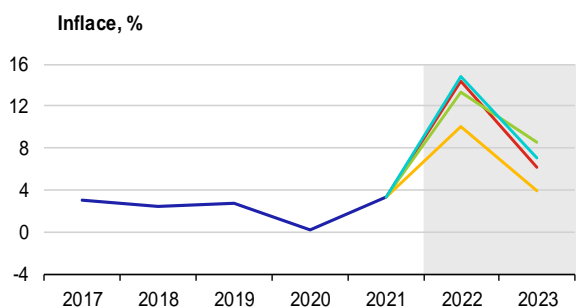


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	16,5	13,3	15,6	15,2
2023	6,0	4,3	7,9	4,6

Lotyšsko

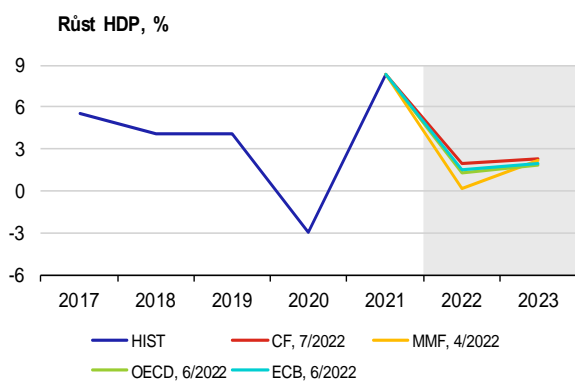


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,9	1,0	3,5	2,9
2023	1,7	2,4	1,6	2,4

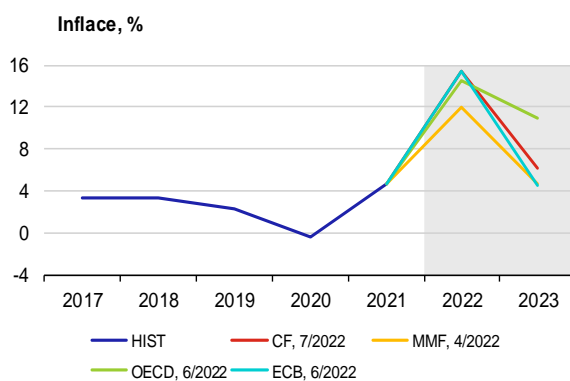


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	14,3	10,0	13,3	14,8
2023	6,1	3,9	8,6	7,0

Estonsko

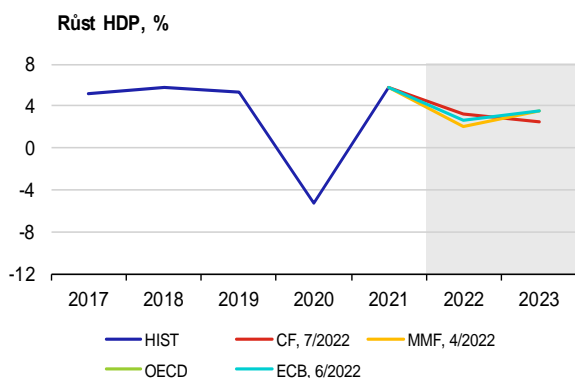


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	1,9	0,2	1,3	1,5
2023	2,2	2,2	1,8	1,9

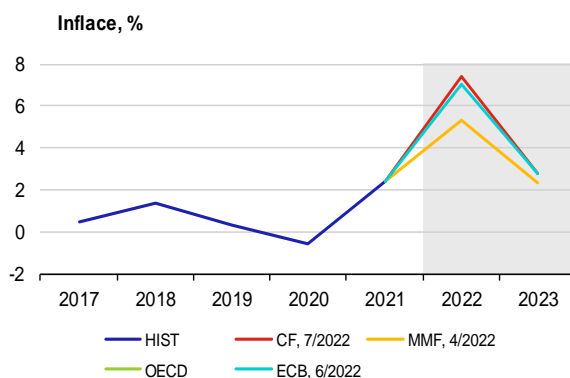


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	15,4	11,9	14,5	15,4
2023	6,2	4,6	10,9	4,5

Kypr

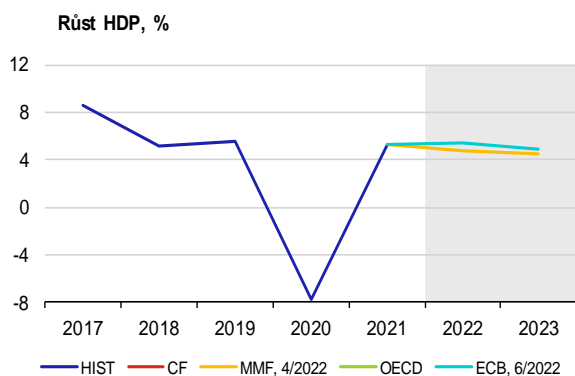


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	3,2	2,1	n. a.	2,7
2023	2,5	3,5	n. a.	3,6

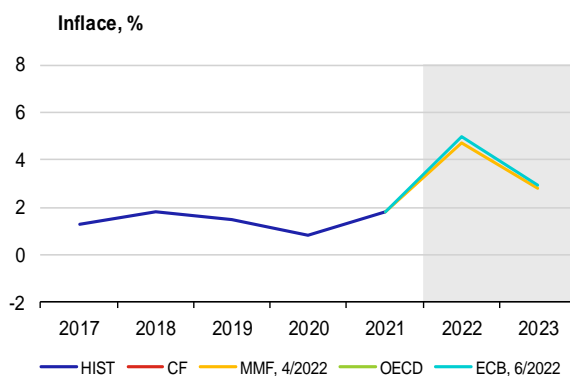


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	7,4	5,3	n. a.	7,0
2023	2,8	2,3	n. a.	2,8

Malta



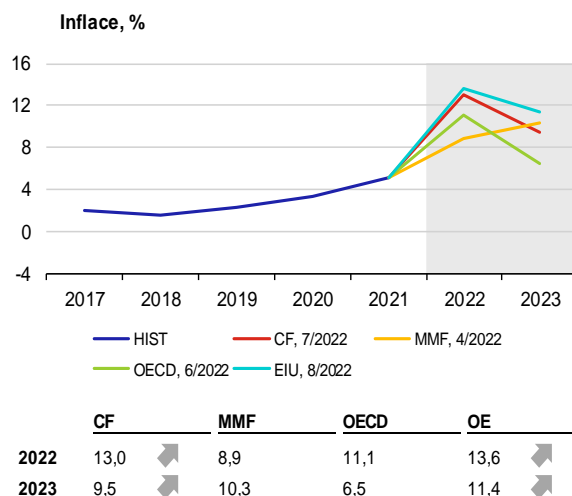
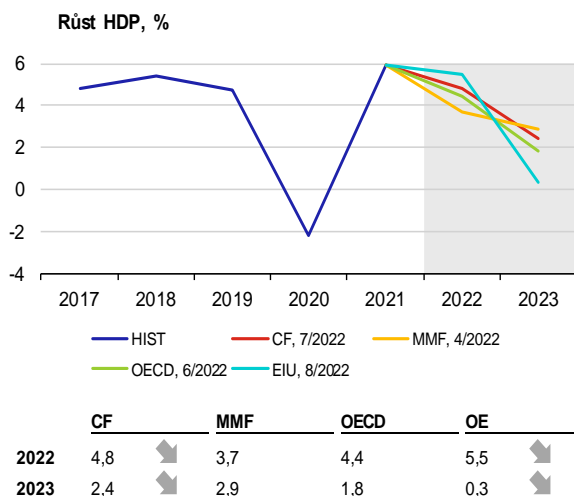
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	4,8	n. a.	5,4
2023	n. a.	4,5	n. a.	4,9



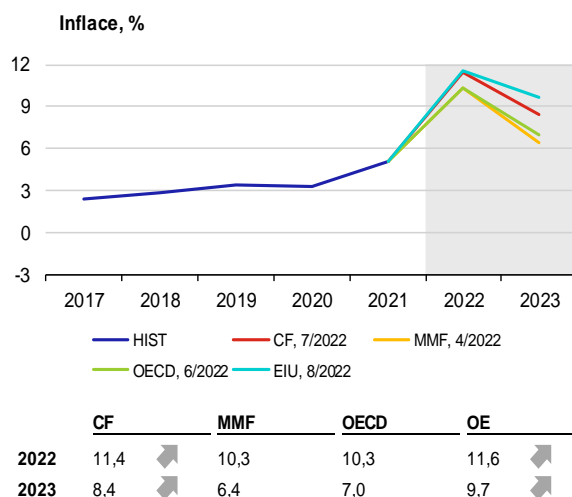
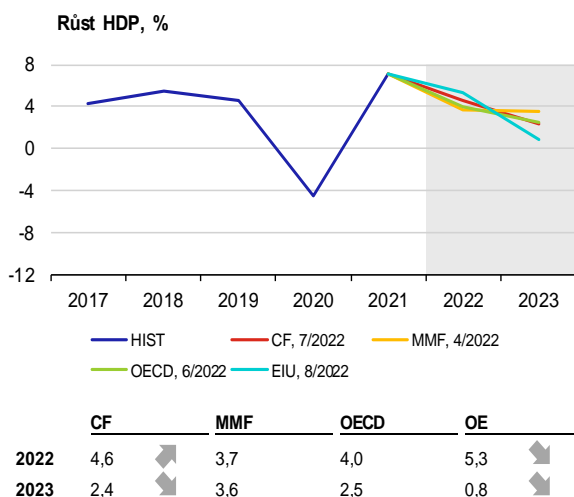
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	4,7	n. a.	5,0
2023	n. a.	2,8	n. a.	2,9

A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích

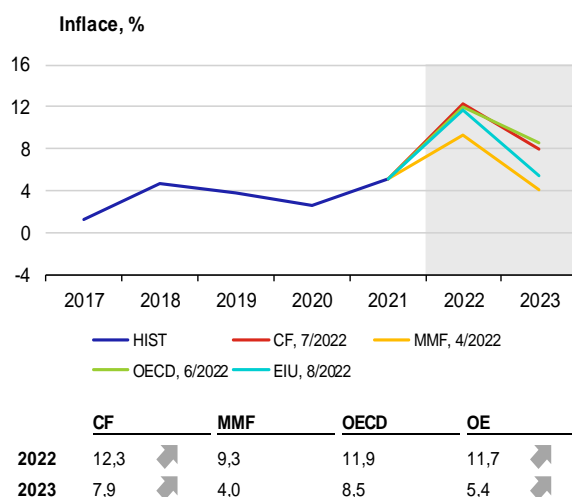
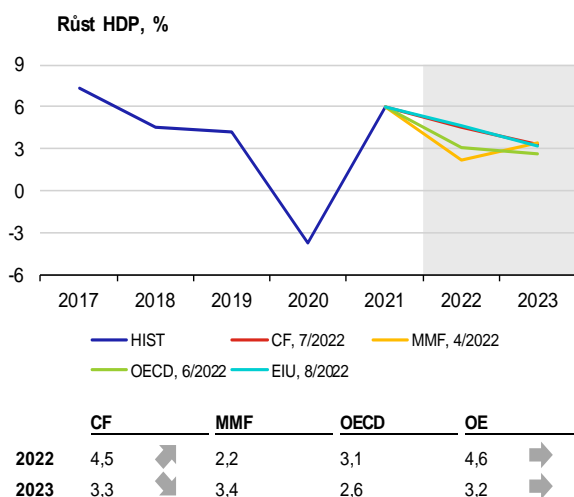
Polsko



Maďarsko



Rumunsko



A6. Seznam zkratk používaných v GEVu

AT	Rakousko	IEA	International Energy Agency
b	barel	IFO	Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich
b. b.	bazický bod (setina procentního bodu)	IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
BE	Belgie	ISM	Institute for Supply Management
BoE	Bank of England (centrální banka Spojeného království)	IT	Itálie
BoJ	Bank of Japan (centrální banka Japonska)	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 žen-min-pi	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)	OPEC+	členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
EIU	Economist Intelligence Unit	p. b.	procentní bod
ES	Španělsko	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
ESI	Economic Sentiment Indicator Evropské Komise	PT	Portugalsko
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)
IE	Irsko	ZEW	Centre for European Economic Research

Vydává:
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Na Příkopě 28
115 03 Praha 1
Česká republika

Kontakt:
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ
Tel.: 224 413 112
Fax: 224 412 179
www.cnb.cz