

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – BŘEZEN

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
Proč je hotovost stále populární? Evidence ze zemí OECD	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

15. března 2018

Sběr dat CF

12. března 2018

Datum publikace GEVU

23. března 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 Břízová	Tomáš Adam	Filip Novotný	Iveta Polášková
Garant I. Shrnutí VI. Zaostřeno na...	Editorka II.3 Spojené státy II.4 Spojené království	II.1 Eurozóna	II.2 Německo	II.5 Japonsko III.2 Indie VI. Zaostřeno na...
Oxana Babecká	Jan Hošek	Michal Hlaváček		
III.1 Čína III.3 Rusko III.4 Brazílie	V.1 Ropa a zemní plyn V.2 Ostatní komodity	VI. Zaostřeno na...		

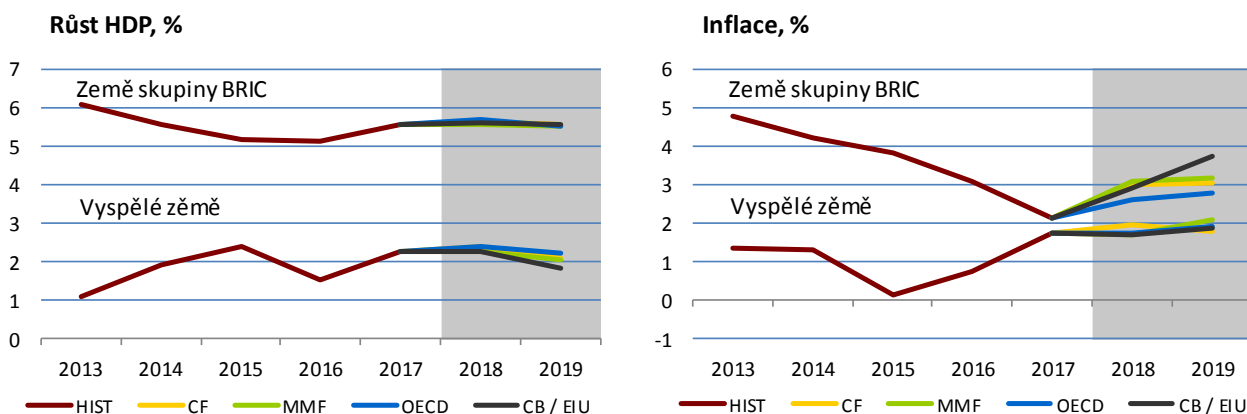
Březnové vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. Analytická část tohoto čísla se snaží odpovědět na otázku, zda je snižující se obliba hotovosti ve skandinávských zemích jen „první vlašťovkou, která jaro nedělá“, nebo počátkem budoucího trendu ve vyspělých zemích. Článek přináší jasnou evidenci o přetrvávajícím růstu oběživa v drtivé většině zemí OECD a shrnuje důvody tohoto růstu. Následně formuluje hypotézu o konkávním vztahu mezi relativní výší oběživa (vzhledem k nominálnímu HDP) a relativní ekonomickou vyspělostí země. Na příkladu České republiky pak vyčísľuje transakční a tezaurační poptávku po hotovosti.

Aktuální výhledy meziročního hospodářského růstu námi sledovaných vyspělých zemí se oproti únoru opět mírně zvýšily. Spojené státy, jakožto nejsilnější světová ekonomika, by tak měly v letošním roce dosáhnout růstu HDP lehce pod 3 %. Vyšší výkonnost v letošním roce je očekávána také u eurozóny i její největší ekonomiky – Německa. Obě však ve výhledech stále o zhruba 0,5 procentního bodu zaostávají za Spojenými státy. O poznání nižší trajektorii hospodářského růstu nadále indikují výhledy pro Japonsko, ale i pro Spojené kráľovství. Očekávané hodnoty inflace převyšují „ideální“ 2% úroveň pouze ve Spojených státech a Spojeném kráľovství, kde lze i letos očekávat pokračování trajektorie zvyšování úrokových sazeb. Výhled inflace pro eurozónu však zůstává utlumený na úrovni 1,5 %. ECB se tak nedaří přiblížit očekávané hodnoty inflace k 2% úrovni. Výhledy pro Japonsko ukazují, že tamní inflace se bude pohybovat pouze kolem 1% úrovně.

Aktuální výhledy meziročního růstu HDP zemí skupiny BRIC rovněž přináší poznání, že se světové ekonomice v blízké budoucnosti bude nadále solidně dařit. Indie i Čína tradičně vykazují silnou ekonomickou dynamiku, byť se stále předpokládá, že čínská ekonomika by měla pozvolna ztrácet na své výkonnosti až k 6,3 %. Indická ekonomika se naopak ze současně nepatrně oslabených temp bude navracet k 8% růstu. Očekávané hodnoty inflace v Číně mírně převyšují 2% úroveň. Pro Indii je sice očekáván téměř 5% cenový růst, nicméně i tuto úroveň lze považovat – vzhledem k tamnímu vysokému hospodářskému růstu – za akceptovatelnou. Na ekonomickou situaci zbylých dvou ekonomik skupiny BRIC, zejména pak Brazílie, se dá rovněž pohlížet pozitivně. Brazílská ekonomika se na konci příštího roku přiblíží 3% hodnotě růstu HDP, ruská ekonomika setrvá lehce pod 2% úrovní. Dobrou zprávou pro tyto země je, že se jim bude dařit udržet inflaci na hodnotách blízkých 4 %.

Úrokové sazby v eurozóně setrvávají dle aktuálních výhledů na velmi nízkých hodnotách bez náznaku, že by bylo možné v ročním horizontu předpokládat jejich znatelnější růst. V případě Spojených států lze naopak očekávat pokračující pozvolné zvyšování úrokových sazeb, to nejbližší zřejmě již na březnovém zasedání FOMC. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu být stabilní vůči euru, velmi lehce posílit vůči libře a realu, posílit dále vůči rublu, renminbi a jenu a mírně oslabit vůči rupii. Cena ropy Brent se bude v ročním horizontu pohybovat kolem 63 USD/barel a postupně klesat na 58 USD/barel ke konci roku 2019. Ceny potravinářských komodit na výhledu rostou, což odráží očekávaný růst většiny námi sledovaných dílčích komodit (zejména pšenice a kukuřice). U cen průmyslových kovů se po aktuální mírné korekci směrem dolů očekává stabilita cen.

Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích

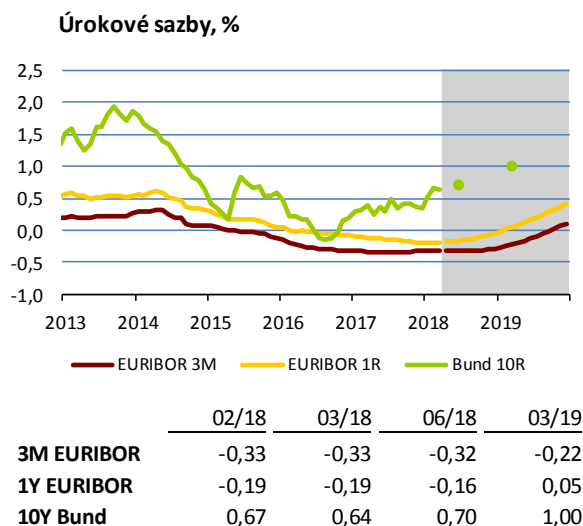
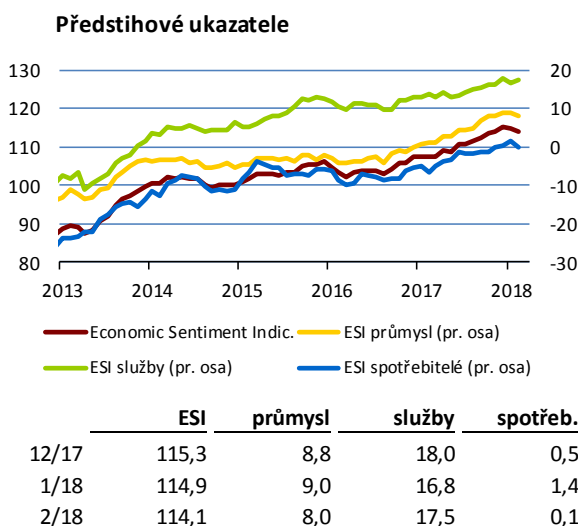
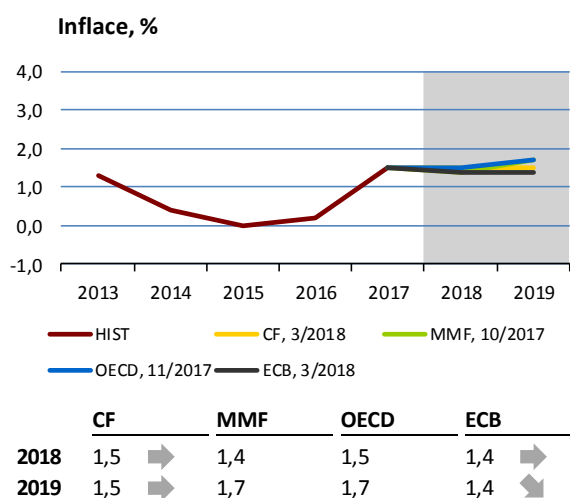
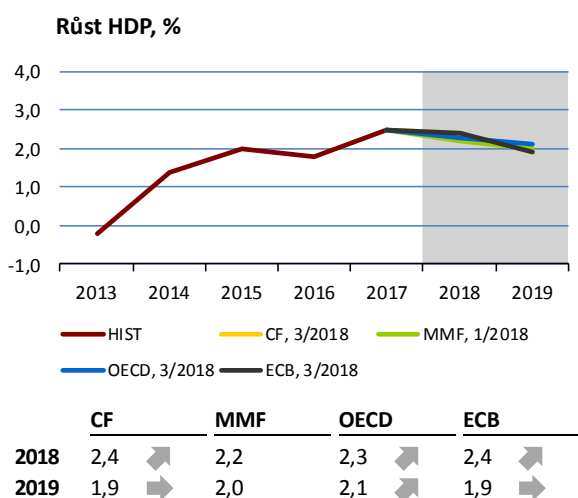


Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2013–2016 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené kráľovství, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

II.1 Eurozóna

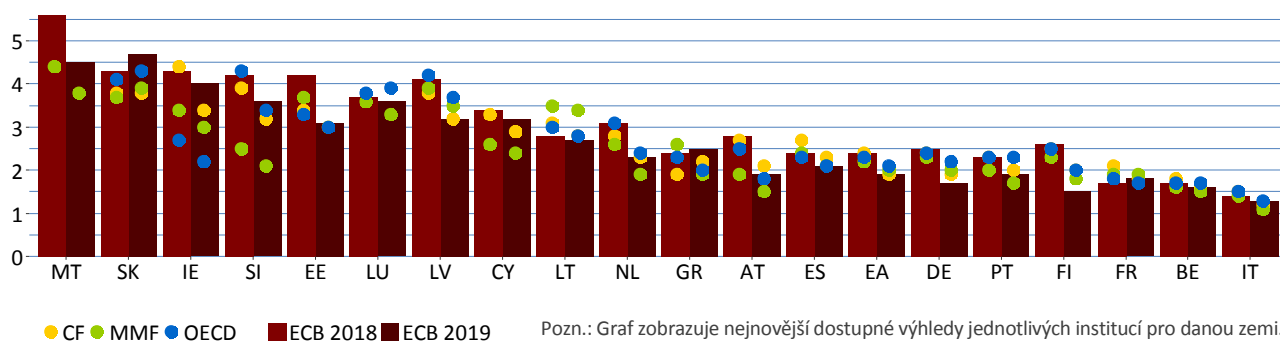
Ekonomika eurozóny pokračovala na konci loňského roku v robustní expanzi. Za celý rok 2017 vzrostl HDP o 2,3 %. Oproti předchozímu roku tak tempo jeho růstu zrychlilo o 0,5 p. b. Růst byl tažen především domácí poptávkou, která je podpořena rostoucí důvěrou firem i domácností, zlepšující se situací na trhu práce a uvolněnou měnovou politikou. Vedle toho vzrostl ve druhé polovině roku navzdory silnějšímu kurzu eura i význam čistého vývozu, který byl podpořen expanzí globální ekonomiky. Většina předstihových ukazatelů ze začátku letošního roku signalizuje pokračování solidního tempa růstu HDP, přestože v lednu a v únoru jejich hodnoty mírně poklesly. Například PMI ve zpracovatelském průmyslu poklesl v únoru druhý měsíc v řadě až na hodnotu 58,6, která je však stále vysoce nadprůměrná. Pokles indikátoru odrážel především zpomalení růstu exportních objednávek, k němuž přispěl silnější kurz eura, ale v mnoha případech také omezení výrobních kapacit, které souvisí s nedostatkem kvalifikovaných pracovních sil na trhu práce v některých zemích. Míra nezaměstnanosti v lednu stagnovala na 8,6 % a oproti lednu 2017 poklesla o 1 p. b. Růst mezd ale zůstává i nadále utlumený – ve čtvrtém čtvrtletí 2017 zrychlil v meziročním vyjádření pouze o 0,1 p. b. na 1,7 %. Výhledy hospodářského růstu pro letošní rok byly revidovány směrem nahoru (CF, OECD, ECB). Měl by se tak pohybovat přibližně na úrovni loňského roku.

Celková HICP inflace poklesla třetí měsíc v řadě, na 1,1 % v únoru, především kvůli zpomalení růstu cen potravin. Ceny jádrových složek si udržují 1% dynamiku. ECB na březnovém zasedání potvrdila nastavení své měnové politiky. Nákupy aktiv ze strany ECB a centrálních bank eurosystému tak budou pokračovat alespoň do září letošního roku při měsíčním objemu 30 mld. EUR. ECB dále zopakovala závazek ponechat základní sazby na současné úrovni po delší dobu i po ukončení čistých nákupů aktiv. Naopak možnost dalšího zvýšení objemu měsíčních nákupů byla z prohlášení vypuštěna vzhledem k přesvědčivému výkonu ekonomiky eurozóny. Sledované výhledy očekávají inflaci v letošním i příštím roce přibližně na úrovni loňského roku (1,5 %).

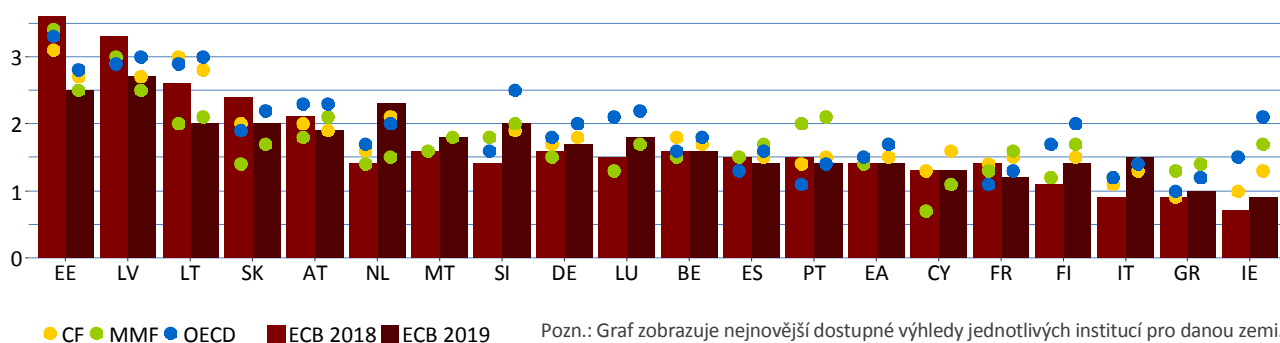


II. EKONOMICKÝ VÝHLED VE VYSPĚLÝCH ZEMÍCH

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

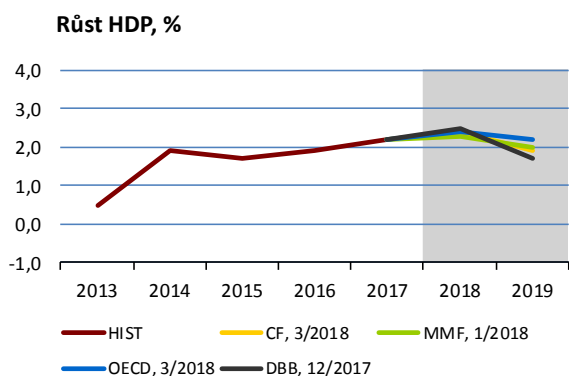


Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2018 a 2019, %

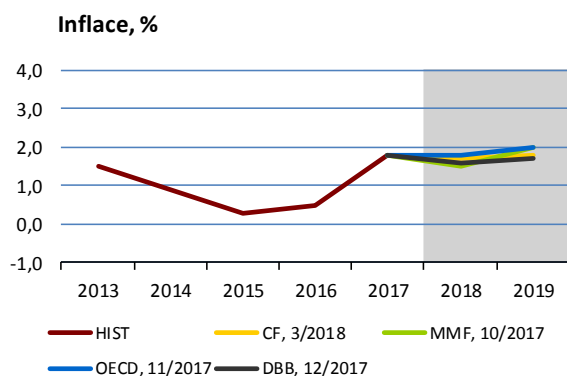


II.2 Německo

Nový výhled ekonomického růstu v Německu z dílny OECD revidoval svou předchozí prognózu směrem nahoru, a to jak pro letošní, tak i příští rok. Přiblížil se tím výhledům ostatních sledovaných institucí. Růst HDP by se tak měl v letošním roce přiblížit k 2,5% úrovni, což by znamenalo již třetí rok jeho zrychlování v řadě. V roce 2019 by pak měl ekonomický růst poklesnout zpět ke 2 %. Výhledy tak reflektují skutečnost, že v závěru loňského roku meziroční růst německého HDP zrychlil. Příspěvek čistého vývozu k celkovému růstu přitom překonal do té doby dominantní spotřebu domácností. Příznivě se vyvíjí trh práce. V kontrastu s tím se však ve čtvrtém čtvrtletí 2017 snížila meziroční dynamika mzdových nákladů na 1,9 %. Inflace spotřebitelských cen podle sledovaných institucí nedosáhne v letošním roce 2% úrovně. K té se přiblíží až v roce 2019. V únoru přitom celková inflace činila pouze 1,4 % a dostala se pod úroveň jádrové inflace.



	CF	MMF	OECD	DBB
2018	2,4 →	2,3	2,4 ↗	2,5
2019	1,9 →	2,0	2,2 ↗	1,7



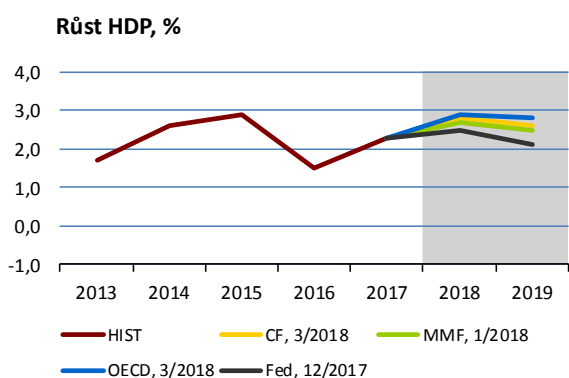
	CF	MMF	OECD	DBB
2018	1,7 →	1,5	1,8	1,6
2019	1,8 →	2,0	2,0	1,7

II.3 Spojené státy

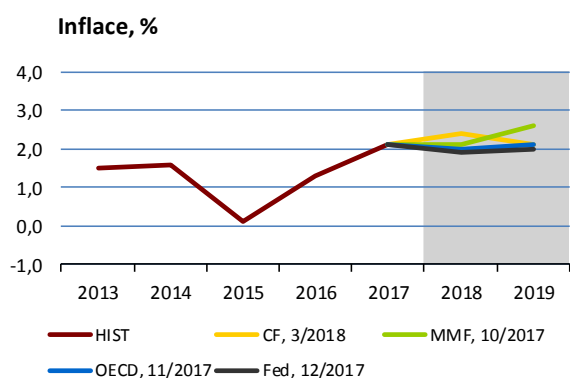
Navzdory mírnému zpomalení na konci loňského roku patří Spojené státy mezi aktuálně nejrychleji rostoucí vyspělé ekonomiky. Nemění na tom nic ani fakt, že druhý odhad růstu HDP za čtvrté čtvrtletí 2017 revidoval původní hodnotu lehce níže, na 2,5 % (mezičtvrtletně, analizovaně). Za celý loňský rok pak ekonomika vzrostla o 2,3 %, čímž po slabších výsledcích roku 2016 významně zvýšila svou hospodářskou dynamiku (a vyrovnala se eurozóně). V letošním roce je pak očekáváno její další zrychlení, podle nových výhledů CF a OECD až na hodnotu lehce pod 3 %.

Tomu odpovídá i vývoj za dosavadní průběh prvního čtvrtletí. Situace na trhu práce se nadále zlepšuje. Nezaměstnanost činí jen 4,1 %, což je pod úrovní odhadovaného dlouhodobého normálu, a míra participace se zvýšila na 63 %. Ekonomika dokázala v únoru vytvořit dokonce 313 tisíc nových míst v nezemědělském sektoru (údaj vysoce nad očekáváním). Trh práce se tak stává poměrně napjatým. Lehce zklamal jen růst průměrné hodinové mzdy, který zůstává nízký a v únoru zpomalil na 2,6 % meziročně. Důvěra spotřebitelů dále pozvolna roste, tržby v maloobchodě nicméně už třetí měsíc v řadě lehce klesají.

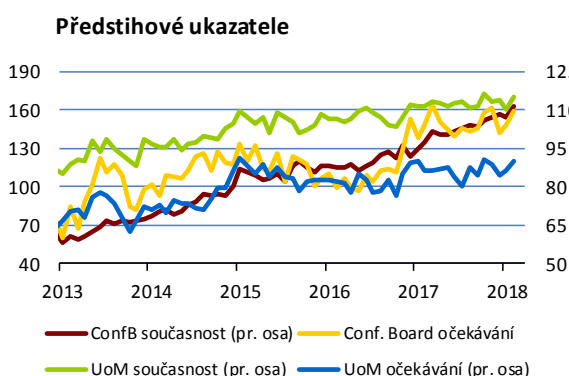
Inflace měřená indexem spotřebitelských cen (CPI) činila v únoru 2,2 % meziročně. Index výdajů na osobní spotřebu (PCE), který cíluje americký Fed, vykazuje o něco nižší růst (1,7 % v lednu). Jádrová inflace u obou indexů zaostává za celkovou zhruba o 0,3 p. b. Měnová politika tak v současné době balancuje mezi svými dvěma cíli: snaží se předejít přehřívání ekonomiky (zejména trhu práce) a zároveň dosáhnout 2% cíle PCE inflace. Nejlepším východiskem se jeví pokračování v jen pozvolném zvyšování úrokových sazeb, přičemž se očekává, že FOMC k dalšímu navýšení přistoupí už na svém březnovém zasedání. Krátkodobé sazby mezibankovního trhu tak dále vzrostly a jejich tržní výhledy se posunuly mírně nahoru. Novým proinflačním rizikem je nicméně zvyšování bariér obchodu (dekret prezidenta Trumpa o clu na dovoz oceli a hliníku). Březnový CF v reakci na něj zvýšil předpověď inflace pro letošní rok na 2,4 %.



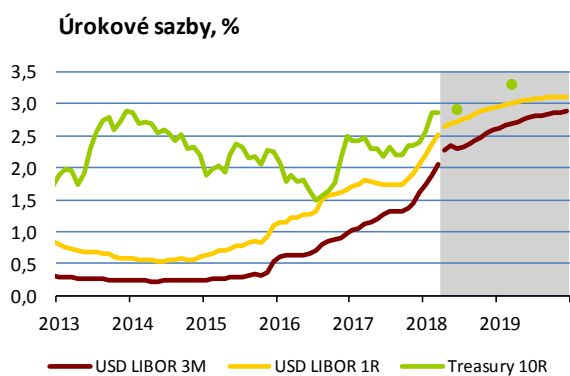
	CF	MMF	OECD	Fed
2018	2,8	2,7	2,9	2,5
2019	2,6	2,5	2,8	2,1



	CF	MMF	OECD	Fed
2018	2,4	2,1	2,0	1,9
2019	2,1	2,6	2,1	2,0



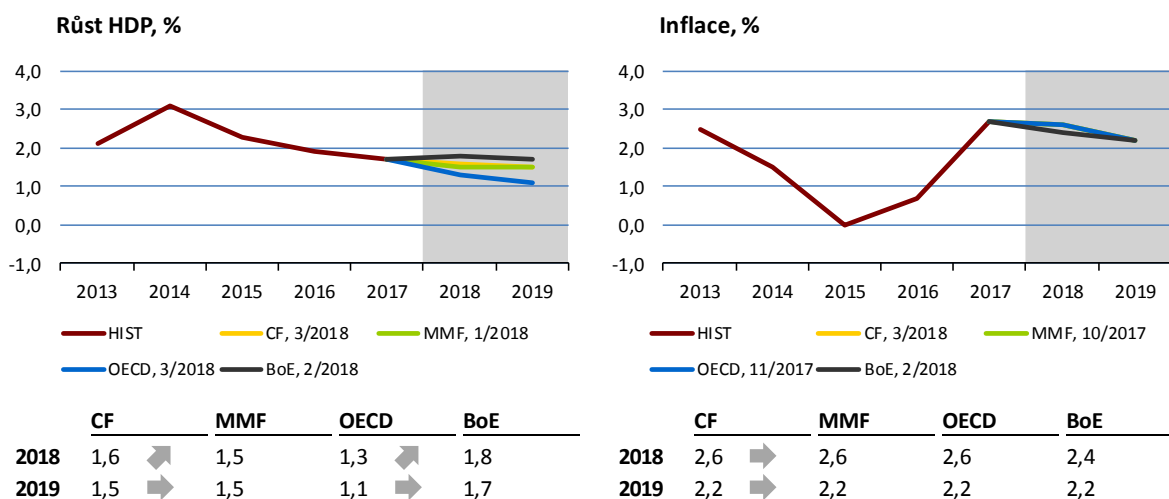
	ConfB souč.	ConfB oček.	UoM souč.	UoM oček.
12/17	156,5	100,8	113,8	84,3
1/18	154,7	104,0	110,5	86,3
2/18	162,4	109,7	114,9	90,0



	02/18	03/18	06/18	03/19
USD LIBOR 3M	1,87	2,06	2,29	2,69
USD LIBOR 1R	2,37	2,37	2,71	3,01
Treasury 10R	2,87	2,87	2,90	3,30

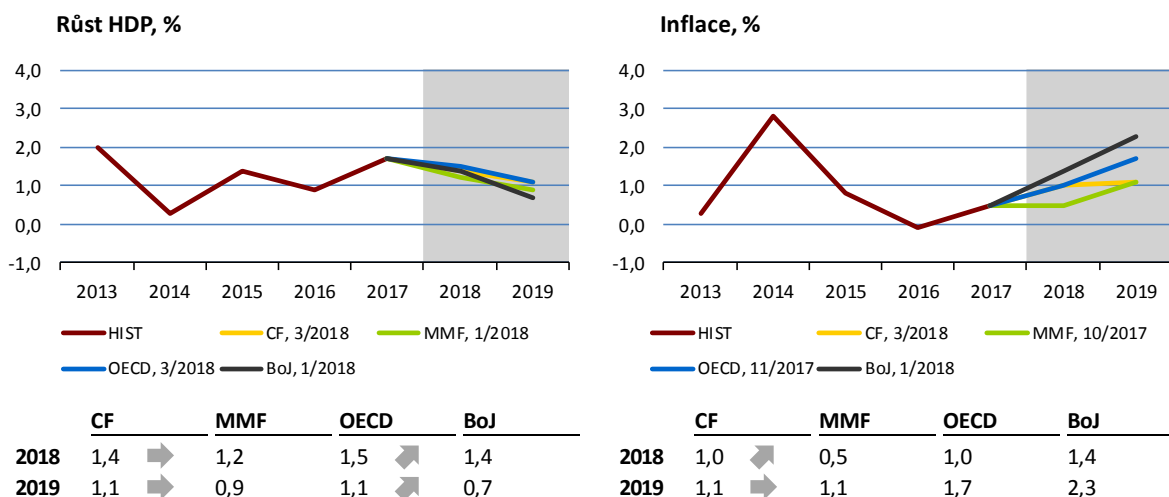
II.4 Spojené království

Druhý odhad vývoje HDP v závěru loňského roku lehce pootočil vnímání posledního ekonomického vývoje Spojeného království. Zatímco růst ve třetím čtvrtletí byl revidován směrem nahoru (na 0,5 % mezičtvrtletně), výsledek za čtvrtletí čtvrté byl snížen na 0,4 %. Britská ekonomika tak na konci loňského roku zpomalila. Důvodem byl především nižší růst spotřeby domácností a stagnace podnikových investic. Jedinou pozitivní zprávou tak představuje pokračování obnoveného růstu produktivity práce (0,8 %, po 0,9 % ve třetím čtvrtletí). V letošním roce lze očekávat další zpomalování hospodářského růstu, za nějž by mohlo být v prvním čtvrtletí z části odpovědné i extrémně nepříznivé počasí v druhé polovině února. Podle březnového CF se dynamika HDP letos sníží na 1,6 % a v příštím roce dále zvolní na 1,5 %. Nová předpověď OECD zůstává i přes revizi směrem nahoru mnohem skeptičtější.



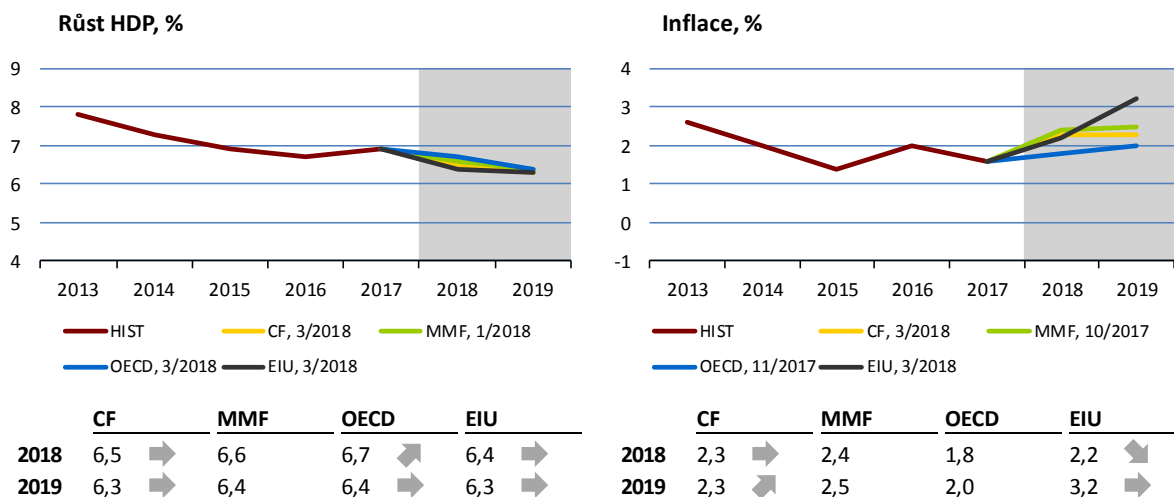
II.5 Japonsko

Ve čtvrtém čtvrtletí roku 2017 vzrostla japonská ekonomika dle konečných údajů o 1,6 % (mezičtvrtletně, anualizovaně) a oproti předchozímu čtvrtletí tak zpomalila o 0,9 p. b. Růst byl nejvíce podporován investicemi a soukromou spotřebou. Meziroční růst maloobchodních tržeb se v lednu snížil, a to navzdory výraznému zvýšení výdajů domácností, dalšímu poklesu nezaměstnanosti a solidnímu růstu mezd. Průmyslová produkce zaznamenala v lednu zpomalení meziroční dynamiky. PMI ve zpracovatelském průmyslu se v únoru snížil na 54,1 bodů. Podle hodnocení nákupních manažerů to způsobil pomalejší růst výstupu, nových objednávek a exportu. Predikce růstu HDP zůstaly beze změn. Meziroční míra inflace se v lednu zvýšila o 0,4 p. b. na 1,4 % vlivem nárůstu cen potravin. Ve sledovaném období by se však měla pohybovat jen kolem 1 %. BoJ tak na svém březnovém zasedání nezměnila nastavení základní úrokové sazby.



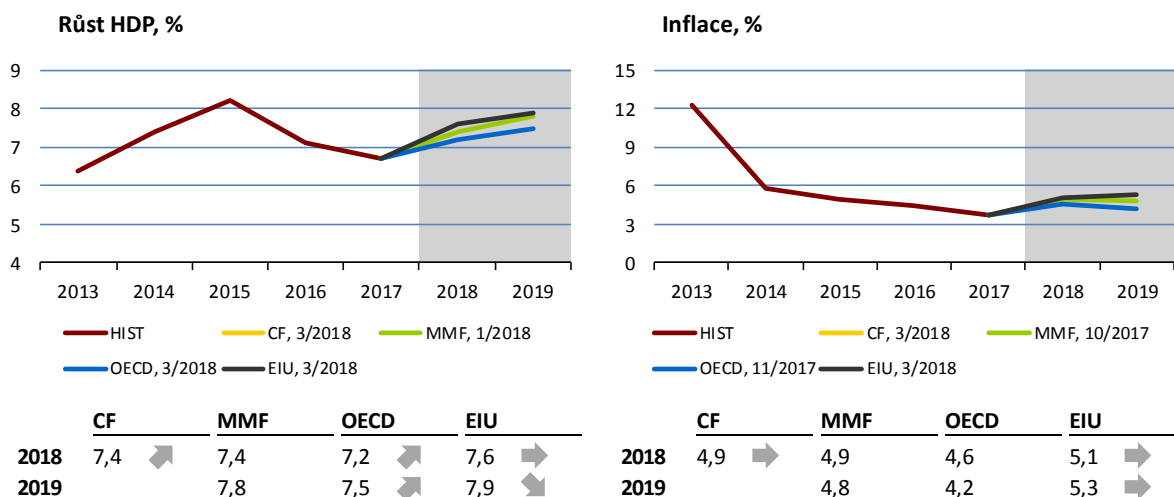
III.1 Čína

Průmyslová produkce Číny roste již druhý měsíc 7,2% tempem. Její dynamika navíc výrazně předčila očekávání (6,1 % Reuters). Nezaměstnanost v posledním čtvrtletí loňského roku pokračovala v plynulém poklesu, pozorovaném od poloviny roku 2016, a dosáhla 3,9 %. Úvahy o zpomalení hospodářského růstu se tak prozatím nenaplní, což potvrzují i nejnovější dostupné výhledy CF, OECD a EIU. Ovšem vlivem posuvného začátku roku v Číně lze přesnější představu o ekonomickém vývoji získat až po zveřejnění dat za celé první čtvrtletí. Překvapením tohoto měsíce byl vývoj spotřebitelských cen. Lednové zmírnění inflace bylo v únoru vystřídáno jejím zrychlením téměř na dvojnásobek (na 2,9 %), a to primárně v důsledku růstu cen potravin. Zvýšila se však i nepotravinářská inflace. Růst cen výrobců naopak v únoru pokračoval ve zpomalování (na 3,7 %).



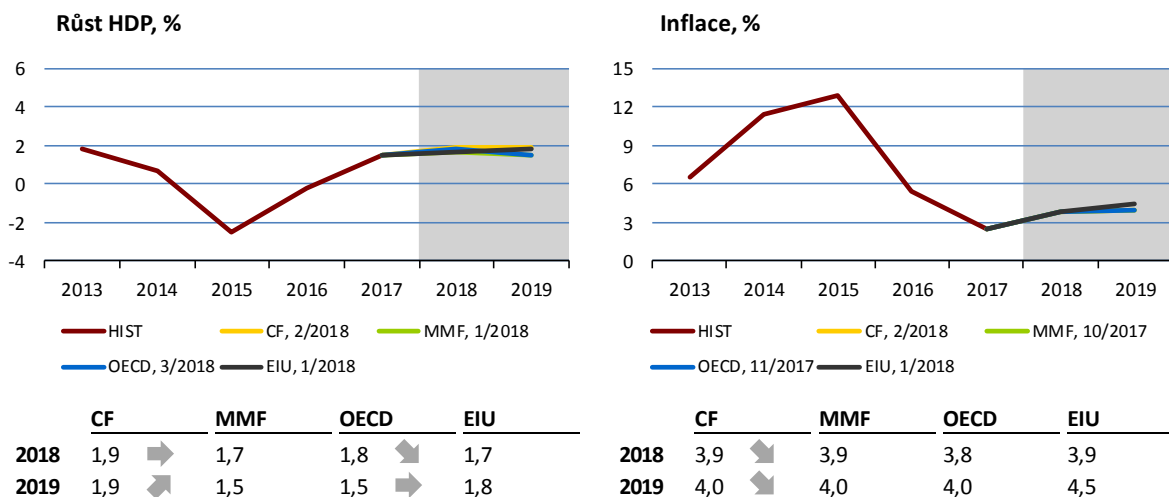
III.2 Indie

Indická ekonomika vzrostla ve čtvrtém čtvrtletí 2017 meziročně o 7,2 %, oproti předchozímu kvartálu se tak její dynamika zvýšila o 0,7 p. b. Tempo růstu bylo podporováno zejména investicemi a vládní spotřebou. Zdá se tak, že předchozí zpomalení indického hospodářství bylo jen dočasné. Za celý fiskální rok 2017/2018 (končící březnem) je v jeho důsledku ještě očekáván růst jen ve výši 6,7 %, v příštích dvou fiskálních letech by se však již měl pohybovat opět nad 7 %. Meziroční dynamika průmyslové produkce se v lednu dále zvýšila, a to díky pokračujícímu nárůstu výroby ve zpracovatelském průmyslu a produkce elektřiny. Nicméně PMI ve zpracovatelském průmyslu se v únoru nečekaně snížil na 52,1 bodů. Za poklesem stál podle nákupních manažerů pomalejší růst výstupu, exportu a nových objednávek. Meziroční růst spotřebitelských cen v únoru zpomalil o 0,7 p. b. na 4,4 %, neboť pomalejším tempem rostly ceny potravin, paliv a bydlení. Výhledy inflace změněny nebyly.



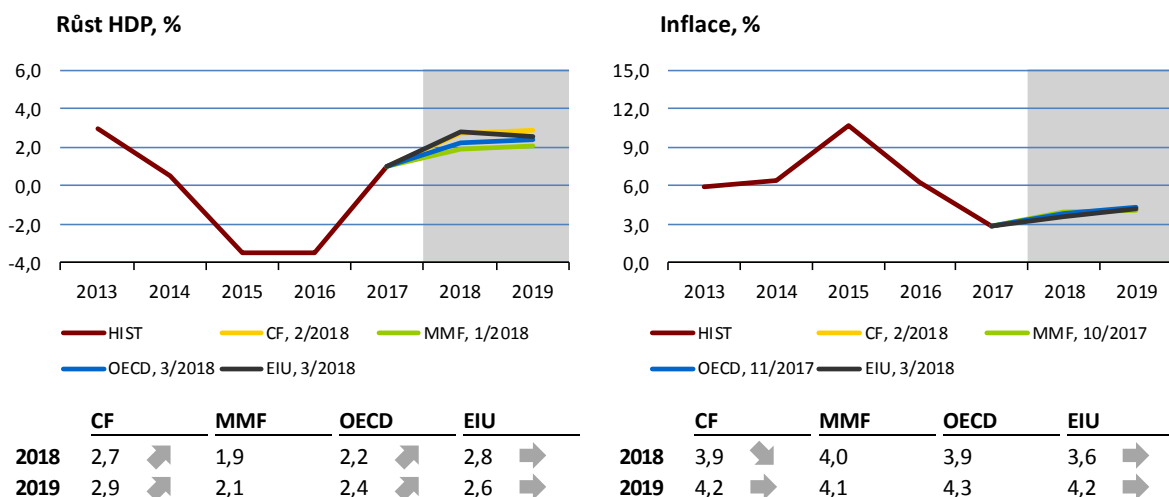
III.3 Rusko

Po předchozích dvou měsících meziročního propadu (nejdřív o 3,6 % a následně o 1,5 %) se v lednu obnovil růst průmyslové produkce (o 2,9 %). Analytici přitom předpokládali další pokles. Příznivou dynamiku podpořil výkon jak těžebního, tak zpracovatelského průmyslu. Do budoucna ovšem PMI ve zpracovatelském průmyslu počítá s utlumením podnikatelské aktivity. Hodnota PMI pro tento sektor se snížila z lednových 52,1 na 50,2 v únoru, čímž se těsně přiblížila k pásmu ekonomické kontrakce. Zároveň se jednalo o nejhorší výsledek za poslední rok a půl. Úplně opačný vývoj zaznamenal PMI ve službách. Indikátor pokračoval v růstu a vystoupil na hodnotu 55,1. Celkové tempo ekonomického výkonu se v příštích dvou letech pravděpodobně nezmění. Spotřebitelské ceny rostly v lednu a únoru 2,2% tempem, přičemž protiinflačně působily ceny potravin (0,9 %). Inflace ostatního zboží a služeb dosáhla 2,5 %. Jádrová inflace činila 1,9 %.



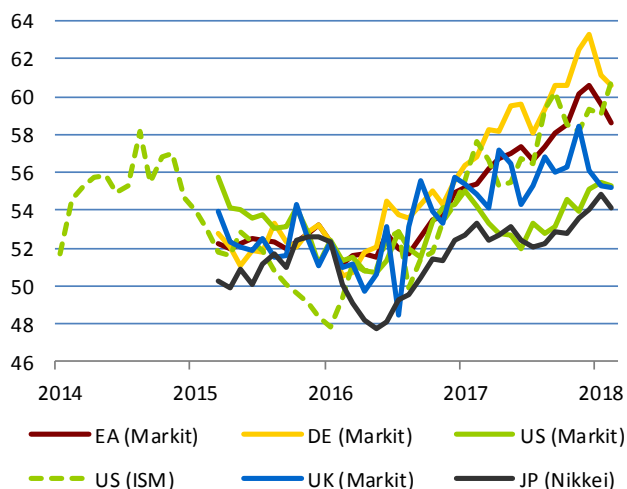
III.4 Brazílie

V posledním čtvrtletí loňského roku zrychlilo meziroční tempo růstu ekonomické aktivity Brazílie z 1,4 % v předchozím období na 2,1 %, což se následně projevilo i na výhledech. K růstu HDP kladně přispěla spotřeba domácností (2,6 %) a výrazná změna dynamiky investic, která se z půlprocentního poklesu ve třetím čtvrtletí v závěru roku přiblížila k téměř 4% růstu. Zároveň rostly vývozy (9,1 %), a to rychleji než dovozy. Spotřeba vlády naopak klesala, i když tempo jejího snižování se v porovnání s předchozím čtvrtletím zmírnilo. Celkem vzrostl HDP Brazílie v roce 2017 o 1 %. Inflace spotřebitelských cen v prosinci klesla těsně pod 3% hranici a kolem této hodnoty se nacházela i v prvních dvou měsících letošního roku. Nové výhledy očekávají v letošním roce další zrychlení ekonomické aktivity, ale také mírné zvýšení inflace. Růst HDP by měl dosáhnout 2,2–2,8 % a inflace spotřebitelských cen by se měla zvýšit ke konci roku 2018 na 3,6–3,9 %.

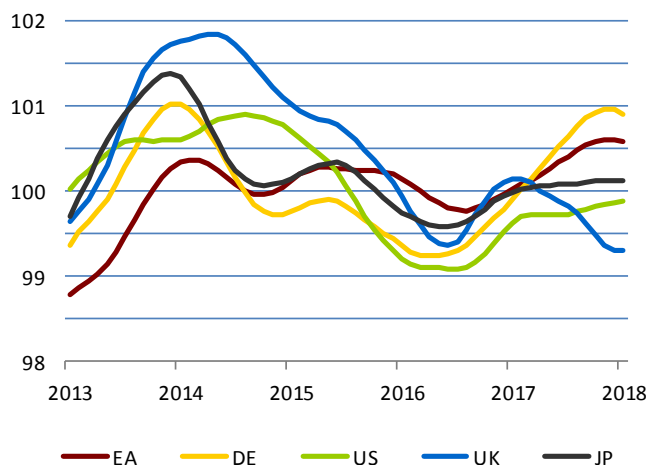


IV.1 Vyspělé země

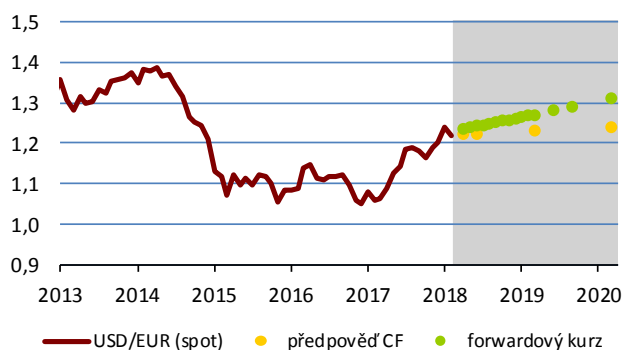
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

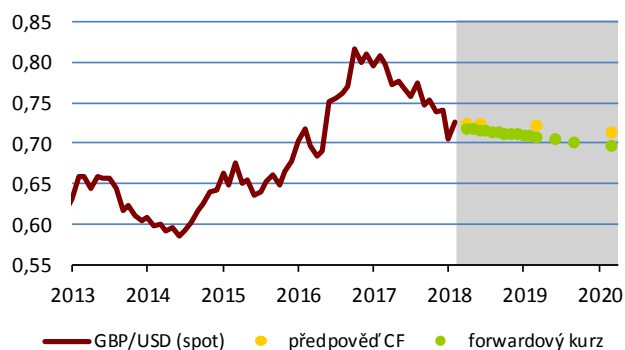


Americký dolar (USD/EUR)



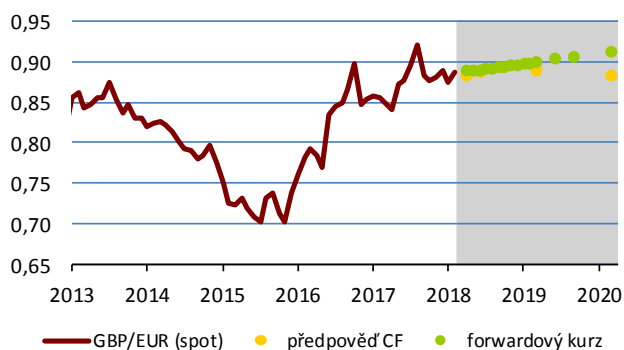
	12/3/18	04/18	06/18	03/19	03/20
spotový kurz	1,232				
předpověď CF		1,222	1,224	1,232	1,238
forwardový kurz		1,237	1,242	1,271	1,311

Britská libra (GBP/USD)



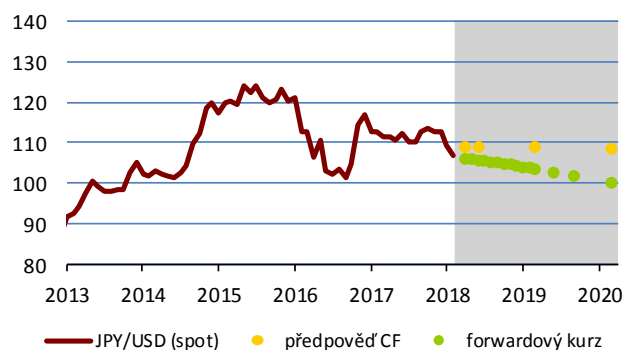
	12/3/18	04/18	06/18	03/19	03/20
spotový kurz	0,719				
předpověď CF		0,723	0,724	0,722	0,713
forwardový kurz		0,718	0,716	0,707	0,696

Britská libra (GBP/EUR)



	12/3/18	04/18	06/18	03/19	03/20
spotový kurz	0,886				
předpověď CF		0,884	0,886	0,890	0,882
forwardový kurz		0,888	0,890	0,899	0,912

Japonský jen (JPY/USD)

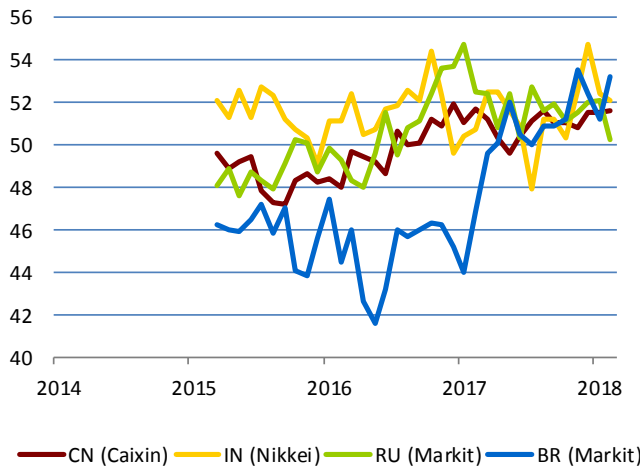


	12/3/18	04/18	06/18	03/19	03/20
spotový kurz	106,5				
předpověď CF		108,7	108,9	109,0	108,3
forwardový kurz		106,1	105,8	103,5	100,1

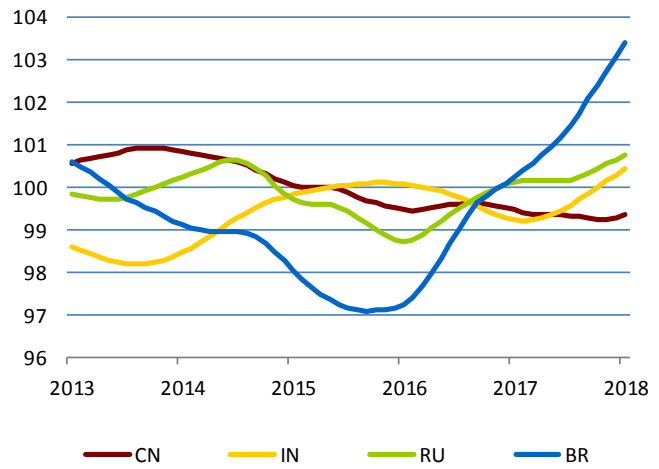
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Země skupiny BRIC

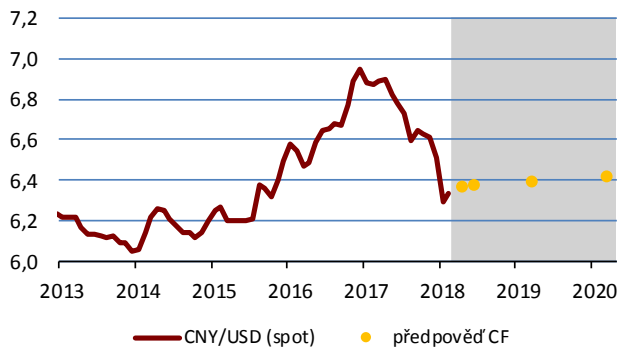
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

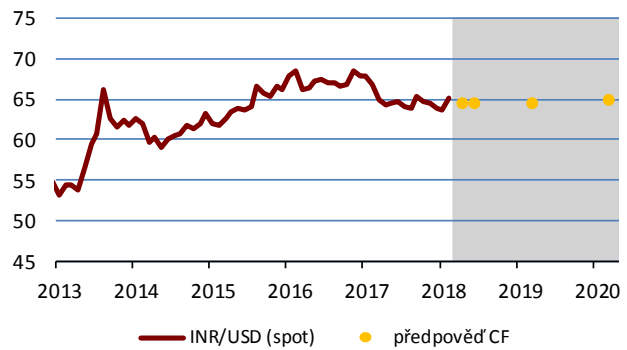


Čínský renminbi (CNY/USD)



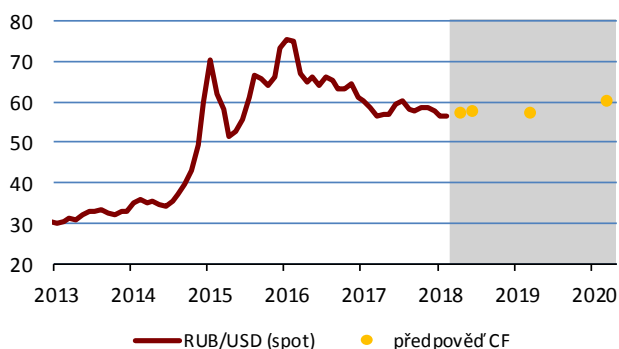
	12/3/18	04/18	06/18	03/19	03/20
spotový kurz	6,324				
předpověď CF		6,371	6,375	6,394	6,420

Indická rupie (INR/USD)



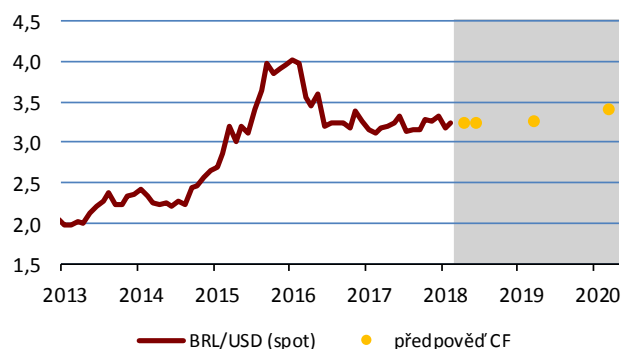
	12/3/18	04/18	06/18	03/19	03/20
spotový kurz	65,03				
předpověď CF		64,38	64,50	64,43	64,82

Ruský rubl (RUB/USD)



	12/3/18	04/18	06/18	03/19	03/20
spotový kurz	56,90				
předpověď CF		57,3	57,57	57,22	60,22

Brazilský real (BRL/USD)



	12/3/18	04/18	06/18	03/19	03/20
spotový kurz	3,262				
předpověď CF		3,237	3,229	3,264	3,414

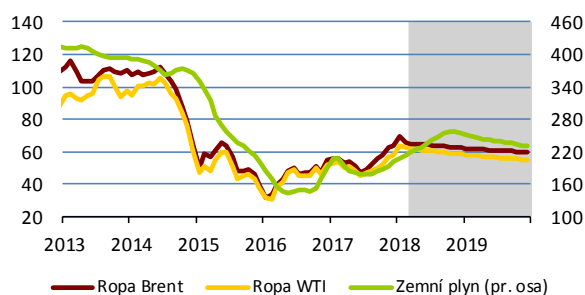
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci.

V.1 Ropa a zemní plyn

Přestože i fundamentální faktory (které vedou ke snižování globálních zásob ropy a ropných produktů směrem k jejich pětiletému průměru) nadále podporují relativně vysoké ceny ropy, byl to od poloviny prosince 2017 zejména rychle oslabující dolar, který stál za růstem cen ropy na lednová více než tříletá maxima. Posílení dolaru v důsledku turbulencí na akciových trzích pak mělo vliv i na následnou korekci cen ropy na začátku února. Poté se vývoj na finančních trzích postupně zklidnil a cena ropy Brent v první polovině března jen mírně kolísala poblíž 65 USD/barel. Rozpětí mezi cenou ropy Brent a WTI se značně snížilo v důsledku silného poklesu zásob ropy WTI na terminálu v Cushingu.

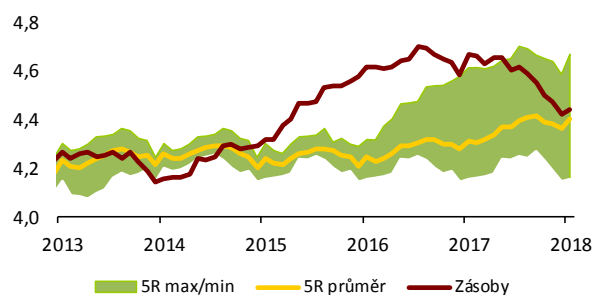
Tržní křivka na základě futures kontraktů na ropu Brent se oproti minulému měsíci posunula o cca 2,5 USD/barel výše a implikuje pro letošní a příští rok průměrné ceny 64,3 resp. 60,8 USD/barel. Březnový CF očekává o něco pomalejší pokles a v horizontu jednoho roku cenu 62,8 USD/barel. EIA pak snížila pro oba roky očekávanou průměrnou cenu z 64 na 62 USD/barel, což je založeno na předpokladu, že po poklesu o 0,6 mil. barelů denně v roce 2017 se globální zásoby letos vrátí k růstu v průměru o 0,4 a příští rok o 0,3 mil. barelů denně. Rychlý růst těžby v USA totiž oslabuje snahu kartelu OPEC a dalších zemí o stabilizaci trhu s ropou. Po IEA a EIA již i kartel OPEC připouští, že růst těžby mimo OPEC bude letos rychlejší než růst globální poptávky po ropě. Aktuálně nižší poptávka rafinérií v důsledku sezonní údržby vedla ke zmírnění negativního sklonu křivky futures kontraktů. Pokud by tento vývoj pokračoval, mohly by být rizikem pro ceny ropy směrem dolů kromě rychle rostoucí těžby v USA i v současnosti nadále vysoké spekulativní pozice hedžových fondů.

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

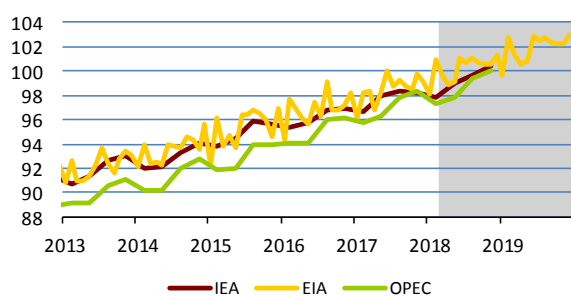


	Brent	WTI	Plyn
2018	64,33 ↗	60,59 ↗	236,44 ↗
2019	60,84 ↗	56,47 ↗	239,90 ↗

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

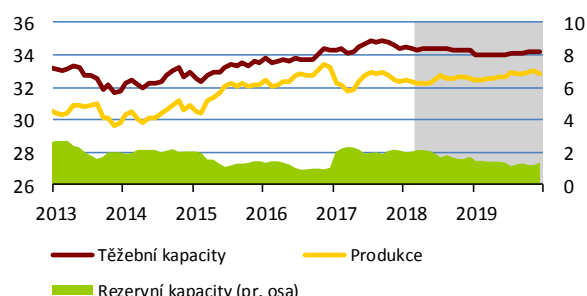


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2018	99,19 ↗	100,21 ↗	98,63 ↗
2019		101,93 ↗	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2018	32,48 ↗	34,35 ↗	1,87 ↗
2019	32,73 ↗	34,07 ↗	1,34 ↗

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

Poznámka: Cena ropy na ICE, cena ruského plynu na hranicích s Německem – data MMF, 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.

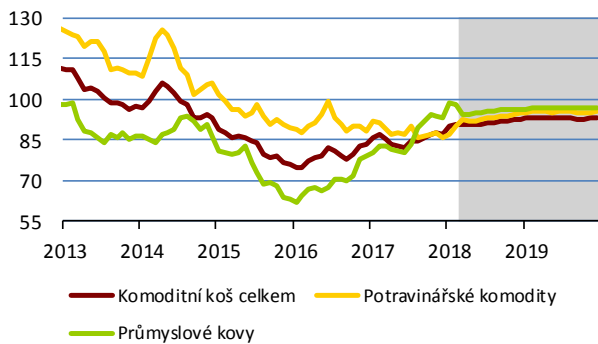
V.2 Ostatní komodity

Souhrnný index cen neenergetických komodit po silném růstu v lednu vzrostl mírně i v únoru a v první polovině března stagnoval na cca tříletém maximu. Zatímco dílčí index cen potravinářských komodit vykazuje solidní růst již od začátku roku a mírně rostoucí je i jeho výhled, dílčí index průmyslových kovů v lednu následoval cenu ropy a silně vzrostl, ale poté se obrátil k poklesu, který v první polovině března zrychlil. Jeho výhled je více méně stagnující.

Ceny většiny základních kovů a železné rudy na začátku února reagovaly na posílení dolaru poklesem. Poté sice došlo k částečné korekci, ale od poloviny února ceny většiny kovů (kromě niklu, zinku a cínu) dále klesaly, i když je nadále podporuje příznivý výhled globálního zpracovatelského průmyslu. Jeho předstihový ukazatel (JPMorgan PMI) se po lednovém poklesu mírně snížil i v únoru (z 54,4 na 54,2), ale nadále zůstává poblíž sedmiletého prosincového maxima. Zpomalení vykázaly EU, USA a Japonsko. K poklesu cen mědi a hliníku přispěly v únoru i silné růsty zásob na LME. Dovoz mědi do Číny v únoru klesl kvůli restrikcím na zpracování mědi během zimy. Naopak pokles zásob na LME přispěl k růstu cen zinku a niklu. Cena železné rudy mírně vzrostla spolu s cenami oceli, neboť se očekává, že restrikce na produkci oceli v Číně budou prodlouženy i po skončení zimy.

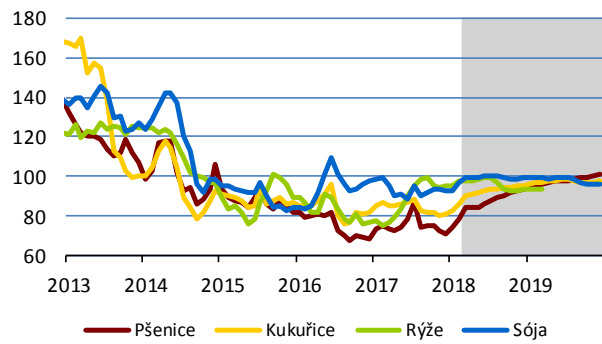
Ceny potravinářských komodit turbulencemi na finančních trzích na začátku února postiženy nebyly. Ceny zrnin v závěru února svůj růst ještě zrychlily, výhled je rostoucí u pšenice a kukuřice, u rýže je naopak klesající a u sóji stagnuje. Z ostatních komodit vykázala silný růst cena kaka. Ceny masa naopak klesaly a po stagnaci v únoru poklesla v březnu cena cukru.

Indexy cen neenergetických komodit



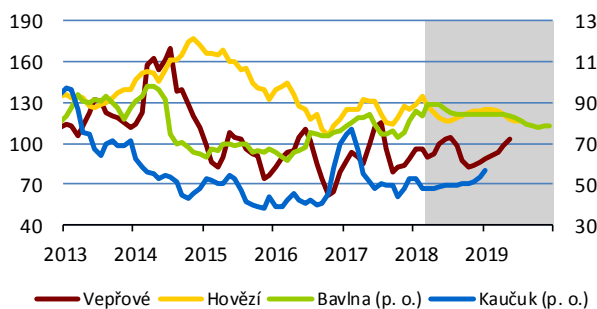
	Celkem	Potraviny	Kovy
2018	91,3 ↗	92,4 ↗	96,0 ↘
2019	93,2 ↗	95,3 ↗	96,7 ↘

Potravinářské komodity



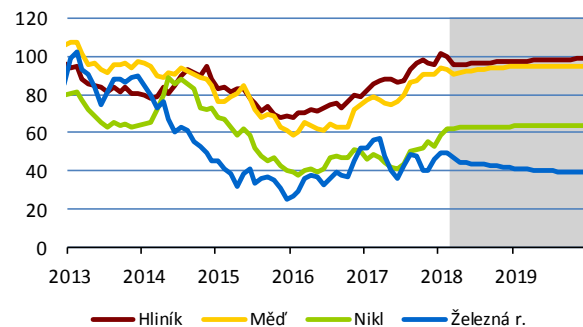
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2018	86,4 ↗	91,6 ↗	96,1 ↘	98,6 ↗
2019	97,9 ↗	97,4 ↗	93,7 ↘	98,0 ↗

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2018	93,0 ↘	122,8 ↘	85,7 ↗	49,8 ↗
2019	94,9 ↗	120,6 ↘	81,2 ↗	56,7 ★

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2018	97,1 ↘	92,9 ↗	62,4 ↗	44,5 ↘
2019	98,0 ↘	94,7 ↗	63,7 ↗	40,1 ↘

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.

Proč je hotovost stále populární? Evidence ze zemí OECD¹

Hotovost² je jedním z nejstarších fenoménů, který doprovází vývoj lidské společnosti již po několika tisícíchletí. V poslední době se objevují názory a v několika zemích i hmatatelné trendy, že bankovky a mince by mohly postupně ztrácet své „neotřesitelné“ místo v roli platebního prostředku. Tyto hlasy se již v minulosti čas od času objevovaly, nicméně až vykazovaný pokles oběživa v některých zemích, zejména Švédsku, dodal těmto debatám novou sílu. V článku nejprve shrnujeme současné platební možnosti, včetně hojně medializovaných kryptoměn, následně pak rekapitulujeme důvody stojící za přetrvávajícím růstem oběživa v drtivě většině zemí OECD a připomínáme všeobecné důvody popularity hotovosti. Poté vyslovujeme hypotézu o konkávním vztahu mezi relativní výší oběživa (vzhledem k nominálnímu HDP) a relativní ekonomickou vyspělostí země. Dále s využitím dat o skladbě bankovek v České republice vyčíslujeme transakční a tezaurační poptávku po hotovosti, a to jak v kontextu poptávkových, tak i nabídkových faktorů. Závěrem docházíme k poznání, že bankovky a mince budou i nadále hrát nezastupitelnou roli při provádění plateb.

Platební možnosti v současnosti a fenomén digitálních měn

21. století přináší postupný rozmach využívání digitálních forem platebních prostředků vedle klasického bezhotovostního platebního styku a využívání hotovosti, tj. bankovek a mincí. Specifickou a menšinovou, byť progresivně se vyvíjející roli zaujímají tzv. kryptoměny³, zejména Bitcoin⁴, které jsou charakteristické decentralizovaným vypořádáním směny (tj. provádění směny bez prostředníka – peer-to-peer; BIS, 2015). Kryptoměny tak přinášejí svým uživatelům při placení anonymitu, která je obdobná anonymitě při využívání hotovostních peněz. S rozvojem technologií a nárůstem využívání elektronických platebních možností a možnými trendy působícími na pokles využívání hotovostních peněz se zároveň na půdě centrálních bank rozvíjejí debaty⁵ o možném využití digitálních měn emitovaných centrálními bankami (CBDC). Mezi průkopníky patří například Kanada, Spojené státy, Spojené království, Austrálie⁶, Norsko, Dánsko nebo Švédsko.⁷ Otázkou zavedení CBDC se zabývá také Banka pro mezinárodní platby (Bech a Garratt, 2017) nebo Mezinárodní měnový fond (Kireyev, 2017). Rogoff (2016) představil plán postupného zrušení hotovostních peněz, neboť hotovost je podle něj již překonaná. Její využití se totiž dle jeho názoru přesouvá do sféry šedé ekonomiky. To je také důvod, proč některé centrální banky přestávají emitovat bankovky vyšších nominálů.⁸

Náhrada oběživa digitální měnou by v realitě přinesla řadu změn, které nejsou stále do detailů vyjasněné, a to jak pro centrální banku, tak pro jednotlivé ekonomické subjekty. Níže je pár příkladů. Centrální banka by si při zavedení neúročených CBDC zachovala výnos z ražebního, který by navíc nebyl snižován současnými náklady na ražbu mincí a tisk bankovek.⁹ Za předpokladu, že by v kladném pásmu úrokových sazeb CBDC byly neúročené a v záporném pásmu naopak úročené, by výhodou vzniku CBDC byla nová možnost účinnějšího provádění nekonvenční měnové politiky v případě nutnosti zavedení negativních úrokových sazeb. Bylo by totiž zabráněno „úniku“ k hotovosti. Na druhou stranu vznik CBDC i v určité minimalistické formě by s sebou přinášel nezanedbatelné problémy či rizika. Posunula by se náplň činnosti centrální banky za hranici současné běžné konvence, neboť by docházelo k deponování peněz široké

¹ Autory jsou Luboš Komárek, Iveta Polášková a Michal Hlaváček. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Za poskytnuté datové zdroje a následnou diskusi děkujeme T. Pekárkovi ze sekce peněžní a platebního styku ČNB a T. Holubovi, P. Královi a B. Saxovi ze sekce měnové České národní banky.

² V celé této práci považujeme pojmy hotovost, oběživo a agregát M0 za synonyma.

³ Kryptoměny jsou jednou z forem digitálních (neboli elektronických) peněz. Dalšími jsou virtuální měny a digitální měny emitované centrálními bankami (*central bank digital currency* – CBDC). Virtuální měny jsou za určitých okolností alternativní formou peněz, jsou to digitální hodnoty, které nejsou stejně jako kryptoměny emitovány centrálními bankami, kreditními či e-měnovými institucemi. Naopak CBDC jsou digitální formou peněz, kterou emituje centrální banka, čímž jsou zákonným platidlem v dané zemi. Existují dvě formy CBDC, a to maloobchodní (tj. měna dostupná celé veřejnosti; tato forma neexistuje, ale je diskutována v USA v podobě Fedcoinu a ve Švédsku právě probíhá proces možného zavedení takovéto e-měny) a velkoobchodní (která by byla dostupná pouze pro finanční instituce; např. v Kanadě proběhlo testování této formy; Bech a Garratt, 2017).

⁴ Dalšími kryptoměny jsou např. Ether, Bitcoin Cash a Litecoin.

⁵ Viz rovněž Ingves (2017) nebo Hampl (2018).

⁶ Australská centrální banka však ke konci roku 2017 od záměru vytvořit vlastní digitální měnu ustoupila, neboť se obávala neblahých dopadů na tamní finanční systém, viz Reserve Bank of Australia (2017).

⁷ Zajímavý je případ Venezuely. V této krizi zmítané zemi jsou kryptoměny velmi rozšířeny a využívány ke skutečným nákupům; nachází se tam také mnoho těžařů těchto měn. Zároveň se tamní vláda rozhodla vytvořit vlastní digitální měnu podloženou aktivy jako je ropa, zlato či diamanty, viz Reuters (2017).

⁸ Příkladem je třeba ECB, která přestala vydávat bankovky v nominální hodnotě 500 eur.

⁹ Tyto náklady nejsou zcela zanedbatelné, v případě České republiky se pohybují ročně mezi 250 až 400 mil. Kč. Například náklady na výrobu nejčastěji zastoupené bankovky v ČR s nominálem 1000 Kč (je jich zhruba v oběhu 140 mil. kusů) jsou zhruba 2,5 Kč; u nejčastěji používané mince s nominálem 1 Kč (je jich zhruba v oběhu 570 mil. kusů) jsou zhruba 0,8 Kč.

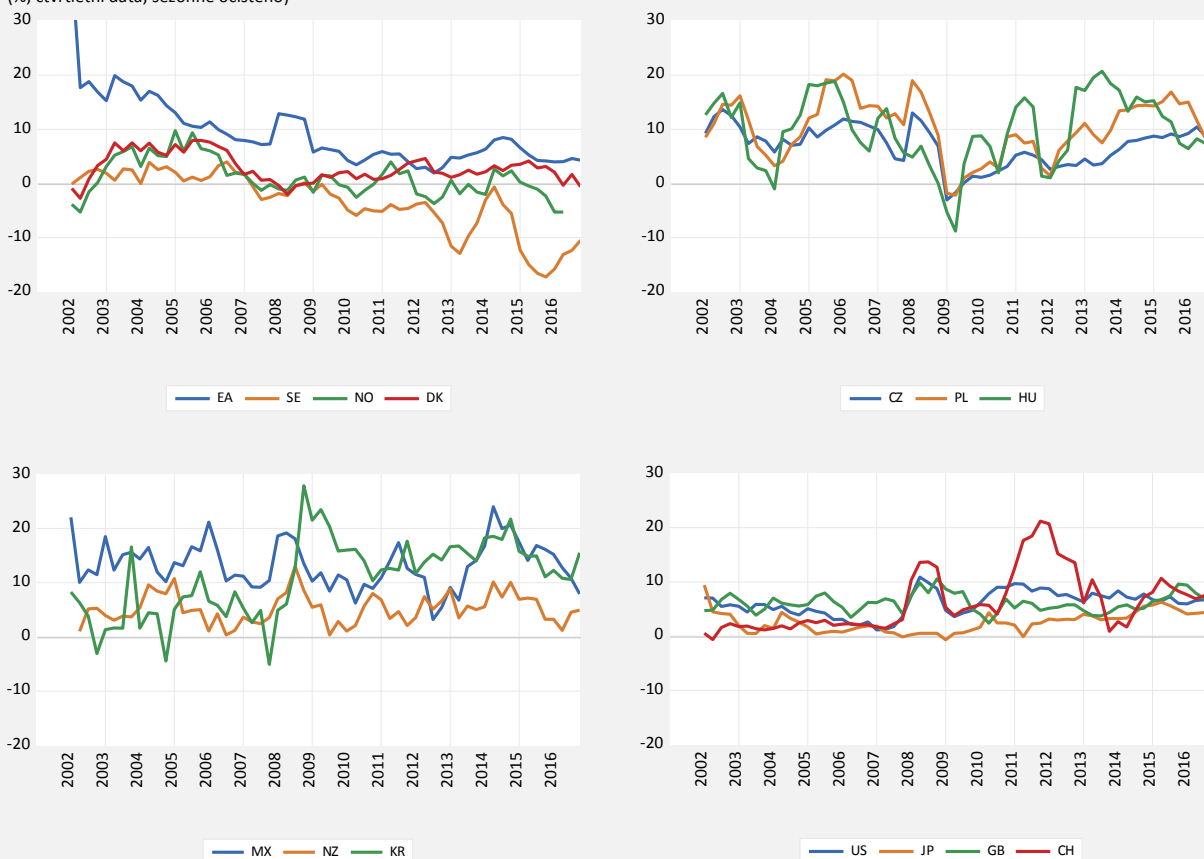
veřejnosti na účtech vedených u centrální banky. Tím by centrální banka mohla nepřímo vytěšňovat pasivní (depozitní) obchody komerčních bank. I minimální forma CBDC by tak pro domácnosti mohla výrazným způsobem ovlivnit strukturu finančního zprostředkování, ve směru odklonu od modelu dvoustupňového bankovníctví. Riziková by byla zejména období finančních turbulencí, kdy by komerční banky mohly rychle ztratit obrovskou část depozit, což by mohlo vést k ohrožení jejich stability. Další pomyslný otazník je spojen s rolí veřejné správy ve finančním zprostředkování. Pokud by obchodní banky nebyly z důvodu masivních přesunů depozit do centrální banky schopné svoje tradiční role finančního zprostředkování plnit, pak je otázkou, jaké instituce by je nahradily. Neméně podstatná námitka k zavedení CBDC by se týkala případné změny role centrální banky ve financování vládních dluhů. Dále, kromě nárůstu bilance centrální banky, by zavedení CBDC vedlo i k podstatnému nárůstu povinností, které dnes dopadají zejména na komerční banky. Mezi ně patří boj proti praní špinavých peněz, poskytování informací daňovým autoritám, soudům, klientům atd. S tím by byla spojená také nová reputační a politická rizika, kterým by byla centrální banka fungující bez bankovek a mincí vystavena.

Skandinávie – první vlašťovka?

Ve švédské centrální bance přesto započal proces, který by mohl vést k zavedení digitální formy peněz namísto hotovosti (tzv. e-krony). Důvod je zřejmý a již výše zmíněný – ve Švédsku se v poslední dekádě výrazně snižuje využívání hotovostních peněz. Švédsko totiž drží zřejmě světový primát ve využívání bezhotovostních plateb. Kartou ať již kontaktní či bezkontaktní, mobilním telefonem nebo převodem se tam provádí zhruba 85 procent všech transakcí.¹⁰ Tento trend je v posledních letech patrný rovněž v dalších severských zemích s vlastní měnou, jako je Dánsko či Norsko, ale také v některých zemích platících eurem. Příkladem je Finsko či Estonsko, kde lze vysledovat tendenci k čím dál menšímu využití „papírových“ eur, viz např. Esselink a Hernández (2017). Navzdory tomu dochází v eurozóně jako celku, ale i ve většině dalších zemí k stálému navyšování oběživa, jak plyne z Grafu 1.

Graf 1 – Meziroční tempo růstu oběživa ve vybraných zemích OECD

(%; čtvrtletní data; sezónně očištěno)



Zdroj: Datastream

Pozn.: EA – eurozóna; SE – Švédsko; NO – Norsko; DK – Dánsko; CZ – Česká republika; PL – Polsko; HU – Maďarsko; MX – Mexiko; NZ – Nový Zéland; KR – Jižní Korea; US – Spojené státy; JP – Japonsko; UK – Spojené království; CH – Švýcarsko.

¹⁰ V roce 2016, viz Sveriges Riksbank (2017b). V České republice je podíl bezhotovostních plateb na všech realizovaných platbách zhruba pětina.

Úspěšná implementace švédského projektu by znamenala vytvoření elektronické formy peněz. Ty by však alespoň prozatím¹¹ nenahradily hotovost, ale byly by jejím doplňkem. V první fázi již byly rámcově vyhodnoceny možnosti emise e-krony z pohledu tří oblastí – technologické, politické a legislativní.¹² Aktuálně se švédský projekt nachází ve druhé fázi, která je naplánována k řešení na rok 2018. Ta se zaměřuje na vytvoření bližšího rámce, jak by měl systém e-krony v realitě vypadat. Rozpracovává se zejména příprava legislativních změn spojených se zavedením e-krony a konkrétní implementace infrastruktury a technologií. Po ukončení druhé fáze bankovní rada rozhodne¹³ o zavedení či nezavedení projektu e-krony, viz Sveriges Riksbank (2017 a, b, c).

Co stále stojí za rostoucí poptávkou po hotovosti ve většině vyspělých zemích?

Přes výše uvedené vize a trendy lze pozorovat, že množství oběživa v drtivé většině zemí OECD stále roste. To opět dokládá Graf 1, který přináší pohled na několik vybraných skupin zemí OECD. První vyobrazenou skupinou jsou zmíněné skandinávské země, k nimž je pro přímé srovnání přidána eurozóna. V nich lze přitom sledovat pokles poptávky po hotovosti. Nejvýraznějším příkladem je Švédsko. Zde oběživo klesá již téměř deset let. U ostatních námi vybraných skupin zemí OECD však klesající trend v oblíbenosti oběživa – až na nepatrné výjimky – vysledovat nelze. Ve středoevropských ekonomikách, stále konvergujících k zemím jádra eurozóny, rostlo oběživo lehce vyššími tempy oproti nejvyspělejšími zemím OECD. Nižší kladná meziroční tempa růstu oběživa (do 10%) jsou charakteristická právě pro vyspělé a v oblasti platebního systému inovativní země typu Nového Zélandu, resp. země s rezervní měnou (Spojené státy, eurozóna, Japonsko, Spojené Království). U nich je přitom poptávka po oběživu vyvolána i poptávkou ze zahraničí, kde jsou využívány pro provádění hotovostních transakcí (zejména americký dolar).

Za růstem hotovosti stojí zejména důvody pramenící ze základních funkcí peněz (ať již těch hotovostních, které jsou zde předmětem našeho zájmu, nebo peněz bezhotovostních). Poptávka stojící za pozorovaným růstem oběživa tak odráží:

- **transakční důvody**, včetně skladby a nákupních zvyklostí domácností; tedy, dalo by se i přes rozmach platebních systémů stále tvrdit, že čím bude vyšší podíl malých lokálních obchodů, tím bude vyšší poptávka po oběživu. Nicméně rozvoj platebních terminálů i v těchto malých obchodech snižuje významnost tradičních důvodů pro vysvětlení rostoucí poptávky po hotovosti. Obdobně působí i rostoucí oblíbenost nákupů přes internet, která snižuje transakční poptávku po oběživu.
- **alternativní náklady držby hotovosti**, které souvisejí s hladinou současné a očekávané úrovně úrokových sazeb, ale také dostupností dalších finančních produktů; tedy, čím budou úrokové sazby nižší, tím vyšší by měla být poptávka po hotovosti.
- **bezpečnost platebních systémů**; pohodlnější a stále bezpečnější bezhotovostní platební systémy by měly působit na nižší poptávku po hotovosti, viz např. Humphrey (2004). Ta rovněž nepřímou úměrou souvisí s hustotou sítě bankomatů, míře zpoplatnění výběru hotovosti z nich, ale i skladbou bankovek do nich umísťovaných, což dále ukazujeme na příkladu České republiky.
- **stabilitu finančního sektoru**; zdravá kondice bank a ostatních institucí, umocněná vysokou kredibilitou centrální banky, vede k vysoké důvěře obyvatelstva v národní měnu. To může působit na růst poptávky po hotovosti z tzv. tezauračních důvodů (uchovávání části bohatství ve formě hotovosti s důvěrou domácností, že se jejich úspory v čase neznehodnotí). Stabilita finančního systému však zřejmě ještě ve větší míře vede k opačné kauzalitě, kdy důvěra v národní měnu a stabilitu finančního systému motivuje – nejen domácnosti – k ukládání hotovosti do bank, zejména pokud je nastaven velkoryse limit v rámci institutu pojištění vkladů.
- **poptávku po zahraniční/rezervní světové měně¹⁴ v domácí ekonomice**; pokud je daná národní ekonomika ve vysoké míře dolarizovaná/eurizovaná, pak preference k držbě rezervní měny

¹¹ Sveriges Riksbank počítá s tím, že bude zajišťovat dodávání fyzických bankovek a mincí do doby, dokud po nich bude ve společnosti poptávka.

¹² Zářijová zpráva projektu nabídla dvě možné varianty modelu e-krony – „register-based“ a „value-based“ – tyto dvě varianty se však nemusí vylučovat, ale naopak jejich kombinací může být vytvořen mnohem komplexnější model e-krony. „Register-based“ e-krona by byla postavena na účtu e-krony a centrální databázi a v případě ztráty platebního portálu by nedošlo díky registrování v databázi ke ztrátě prostředků. „Value-based“ e-krona by se chovala obdobně jako hotovost (tzn. v případě ztráty platebního portálu by došlo ke ztrátě prostředků) a mohla by přinášet stejnou míru anonymity jako hotovost. Podle švédské centrální banky by varianta „value-based“ mohla být zavedena velmi rychle (jedná se o novou formu hotovosti založenou na technologiích), avšak ve variantě „register-based“ je zatím spatřován větší potenciál do budoucna pro svou komplexnost (i když je relativně dražší na vytvoření). Blíže viz Sveriges Riksbank (2017a).

¹³ Toto rozhodnutí je naplánováno dle harmonogramu projektu na rok 2019, e-krona by tak mohla vzniknout do dvou let. V případě rozhodnutí o nepokračování projektu by byl projekt e-krony ukončen.

¹⁴ Krugman (1999, str. 167) definuje světovou/rezervní měnu jako tu, která plní vedle tří standardních funkcí (prostředek směny, účtovací jednotka a uchovatel hodnoty) rovněž další „nadstandardní“ funkce, které z ní činí měnu dominantní. Mezi tyto dodatečné funkce patří: (i) intervenční funkce, tj. užívání měny pro provádění měnových intervencí centrálními bankami; (ii) funkce zavěšení, tj. využívání měny jako fixační (kotevní) pro jiné měny; (iii) funkce rezervní, tj. využívání měny pro uchovávání hodnoty (ať již ve formě devizových rezerv nebo cizoměnových aktiv ekonomických subjektů).

před měnou domácí snižuje poptávku po domácí měně, včetně té hotovostní, viz např. Fischer a kol. (2004).

- o **velikost tzv. šedé či nelegální ekonomiky;** tedy, čím je její podíl vyšší, tím vyšší bude poptávka po oběživu (s preferencí k bankovkám s vyšší nominální hodnotou), viz např. Guibourg a Segendorf (2007). V šedé části ekonomiky je preference pro hotovost motivována cílem vyhnout se platbě daní.
- o **ostatní faktory,** kam spadá např.: (i) věková struktura obyvatelstva (starší obyvatelstvo spíše preferuje hotovost, před moderními platebními prostředky), (ii) příjmová úroveň obyvatelstva (chudší obyvatelstvo spíše preferuje hotovostní styk před bezhotovostním), (iii) finanční gramotnost obyvatelstva a schopnost efektivně investovat úspory (nižší finanční gramotnost vede spíše k vyšší držbě oběživa), (iv) míra urbanizace (vyšší počet obyvatel žijících v městech vede k nižšímu podílu plateb hotovostí), ale i třeba (v) role pomyslné pojistky pro zabezpečení platebního styku při relativně pravděpodobném rizikovém scénáři, kterým je přerušování dodávky elektrického proudu či internetového připojení.

Důvody popularity hotovosti

Popularita hotovosti u obyvatelstva přitom vychází z mnoha ekonomických i historických důvodů, které, jak se zdá, ani používání moderních forem bezhotovostních plateb či vznik kryptoměn zatím zásadně neomezilo. Základní důvody jeho obliby souvisejí s formou realizace transakce (nákupu či prodeje), který je v případě hotovosti uzavřen velmi efektivně (tj. okamžitě a velmi snadně v čase provedení směny), anonymně (bez nutnosti zainteresovanosti třetí stranou) a s vírou vysoké všeobecné akceptovatelnosti (riziko, že protistrana nepřijme hotovost¹⁵, je velmi malé). Vedle těchto zřejmých důvodů obliby hotovosti

lze vysledovat i jiné jeho klady, a to nepřímý tlak na obezřetnost při nakupování (nemůžeme utratit více bankovek a mincí, než máme v peněžence) a přívětivost tohoto platebního prostředku pro veřejnost, včetně občanů se zdravotními handicap. Další důvody stojící za popularitou hotovosti u obyvatelstva vycházejí z možnosti uchovávat své bohatství v té nejlikvidnější podobě, byť za cenu vzdání se možných výnosů. V neposlední řadě může preference pro platby v hotovosti být motivována obcházením plateb daní. Nicméně i držba hotovosti má své nevýhody. Nenese totiž výnos (úrok) a je s ní spojeno riziko zcizení či ztráty, kterému se lze bránit jen s nenulovými náklady.

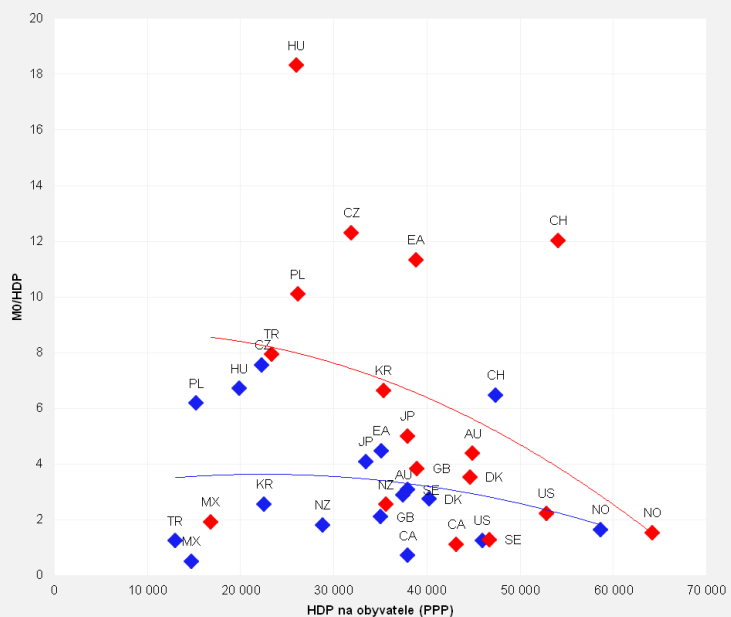
Vztah mezi vyspělostí země a poptávkou po hotovosti

Obecně lze vysledovat určitou konkávní závislost mezi ekonomickou vyspělostí země a množstvím oběživa. Vztah relativní výše oběživa (vzhledem k nominálnímu HDP) a relativní ekonomické vyspělosti země ilustruje Graf 2. Jeho cílem je rovněž ukázat, jak se změnil tento empirický vztah mezi lety 2003 (modrá křivka) až 2017 (červená křivka).

Z grafu vyplývá, že nárůst ekonomické výkonnosti vede nejprve k nárůstu podílu oběživa s tím, jak se obyvatelstvo v jednotlivých zemích stává bohatší. To lze vysvětlit relativní nedůvěrou k využívání pokročilejších finančních produktů, konzervativností investorů, ale rovněž poklesem hladiny úrokových sazeb k úrovni blízké vyspělým ekonomikám. V určité fázi rozvoje pak ale dominuje efekt, kdy je oběživo vnímáno jako „podřadné“ aktivum, resp. platební prostředek a v nejbohatších zemích poptávka po něm naopak klesá.

Graf 2 – Vztah mezi poměrem oběživa na HDP a vývojem HDP na obyvatele v roce 2003 a 2017

(M0/HDP – %; HDP na obyvatele (PPP) – USD; roční data, sezónně očištěno; modrá barva – 2003; červená barva – 2017)



Zdroj: Datastream

Pozn.: M0 – oběživo; PPP – parita kupní síly; AU – Austrálie; CA – Kanada; CH – Švýcarsko; CZ – Česká republika; EA – eurozóna; HU – Maďarsko; JP – Japonsko; KR – Jižní Korea; MX – Mexiko; NO – Norsko; NZ – Nový Zéland; PL – Polsko; SE – Švédsko; TR – Turecko; UK – Spojené království; US – Spojené státy; Chile, Island a Izrael nejsou v grafu uvedeny pro nedostupnost některých datových zdrojů.

Americký dolar si již od minulého století zachovává výsadní postavení mezi tzv. rezervními měnami, následovaný s viditelným odstupem eurem, britskou librou, japonským jenem a švýcarským frankem.

¹⁵ Z mezinárodního pohledu toto platí pro rezervní měny (zejména USD, EUR, JPY, GBP, CHF), které jsou často akceptovány mimo své domovské teritorium.

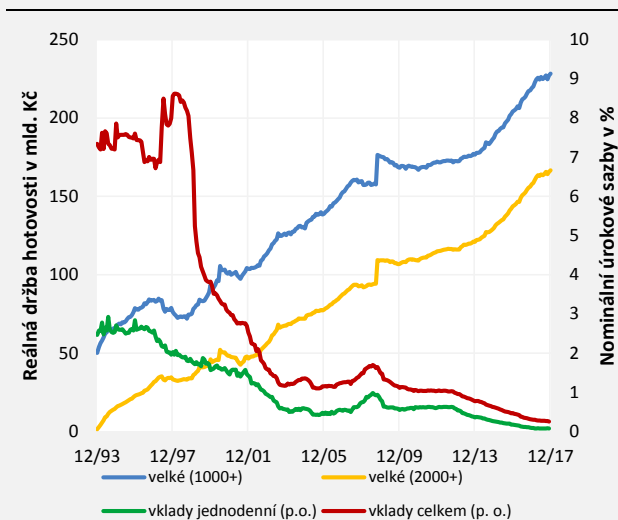
Zaostřeno na bankovky v České republice

K porozumění důvodů poměrně vysoké poptávky po oběživu v České republice je možné využít informaci o struktuře oběživa podle jednotlivých nominálních hodnot bankovek a mincí. Samotná poptávka sice vychází ze standardního „učebnicového“ rozlišení motivů držby peněz na transakční, opatrnostní a tezaurační (spekulační), tyto motivy se však pro peníze v širším slova smyslu (tedy peníze dle peněžních agregátů M1, M2 či M3) poměrně obtížně odlišují. Je nicméně celkem reálné předpokládat, že nižší nominále (bankovky a mince do 500 Kč, tj. zhruba 20 eur) budou plnit převážně transakční funkce, zatímco nejvyšší nominále (2000 a 5000 Kč bankovky) budou plnit spíše funkci tezaurační, s výjimkou transakcí prováděných v šedé a černé ekonomice. Specifickou pozici má oběživo ve formě 1000 Kč bankovek, které úspěšně plní obě funkce. V současné době (konec roku 2017) přitom tvoří bankovky s nominálem 2000 Kč a 5000 Kč téměř dvě třetiny celé korunové hodnoty oběživa (66,2 %), tisícorunové bankovky pak téměř čtvrtinu oběživa (24,5 %) a bankovky a mince s nižšími nominály (pod 500 Kč včetně) pak 9,3 % celého oběživa. Podíl transakční a tezaurační poptávky po oběživu lze odhadnout také s pomocí předpokládané vazby jednotlivých typů poptávky po oběživu na jejich makroekonomické fundamenty.

Tezaurační (resp. spekulativní) poptávka po oběživu závisí především na celkovém bohatství ekonomických subjektů a na výnosu alternativních aktiv. V českém případě se jedná především o výnos bankovních depozit, která formují většinu finančních aktiv domácností. Jak je zřejmé z Grafu 3, dynamiku oběživa vysokých nominálů lze dobře vztáhnout ke změnám depozitních sazeb. Zrychlující růst oběživa vysokých nominálů přibližně od konce roku 2013 do konce prvního čtvrtletí 2017 souvisel s kurzovým závazkem ČNB a s poklesem depozitních úrokových sazeb k nule. Přitom po ukončení kurzového závazku se tempo růstu oběživa vysokých nominálů zmírnilo.¹⁶ I v minulosti lze vysledovat období, která negativní vztah tezauračního oběživa a depozitních úrokových sazeb potvrzují. Například nárůst úrokových sazeb z období 6/1997-6/1998 vedl na začátku roku 1998 k poklesům oběživa s nominálem nad 1000 Kč až o 14 % meziročně. Podobně se projevil na poklesu této části oběživa v první polovině roku 2008 souběžný nárůst úrokových sazeb o cca 0,4 p. b. Zajímavá je zde rovněž reakce tezaurační části oběživa na propuknutí finanční krize, kdy v říjnu 2008 došlo k jednorázovému nárůstu (o téměř 40 mld. Kč), který souvisel s poklesem důvěry obyvatelstva v bankovní vklady. Tento vliv pak postupně vyprchal.

Transakční poptávka po penězích vykazuje silnou vazbu na maloobchodní tržby, zatímco její souvislost s úrokovými sazbami není tak silná, jako u poptávky tezaurační. Souvislost objemu oběživa nižších nominálů a maloobchodních tržeb (Graf 4) je možné vypořádat například při finanční krizi v letech 2008–2009, v rámci současného oživení ekonomické aktivity od roku 2014, ale i například v období rychlého ekonomického růstu bezprostředně před vypuknutím finanční krize, nebo v období poklesu tržeb v období měnového otřesu roku 1997. Na poptávce po transakčním oběživu se projevuje rovněž vliv technologického rozvoje v oblasti bezhotovostních plateb, kdy za roky 2014–2017 rostlo oběživo nižších nominálů v reálném vyjádření průměrným meziročním tempem 3,1 %, zatímco reálné maloobchodní tržby

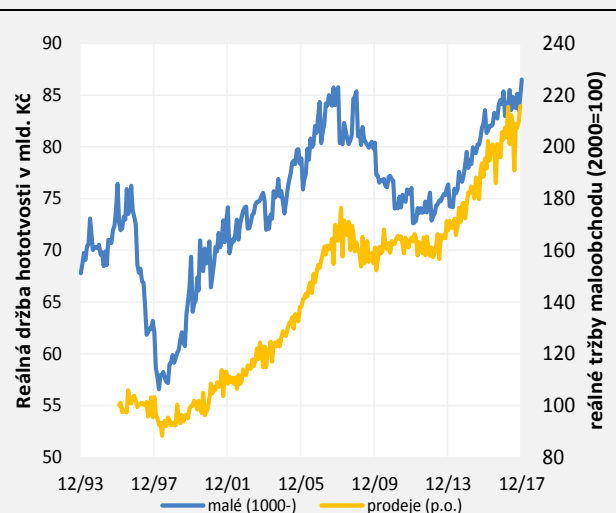
Graf 3 – Tezaurační poptávka po oběživu



Zdroj: ČNB, ČSÚ

Pozn.: sezónně očištěno, držba oběživa v reálném vyjádření (deflováno indexem spotřebitelských cen), úrokové sazby z vkladů v nominálním vyjádření

Graf 4 – Transakční poptávka po oběživu



Zdroj: ČNB, ČSÚ

Pozn.: sezónně očištěno, držba oběživa v reálném vyjádření (deflováno indexem spotřebitelských cen), maloobchodní prodeje ve stálých cenách

¹⁶ To mohlo být zřejmě dáno i vytvořenou nadbytečnou trezorovou hotovostí komerčních bank vzniklou z důvodu jejich opatrnostního chování v době diskusí o možnosti zavedení negativních úrokových sazeb ČNB.

rostly ve stejném období v průměru dvojnásobně (6,2 %). Zde se projevoval výrazný nárůst používání bezkontaktních platebních karet.¹⁷

I když je celkové množství oběživa determinováno hlavně poptávkovými vlivy, s ohledem na strukturu oběživa nejsou zanedbatelné ani vlivy nabídkové. Tyto souvisejí především s politikou komerčních bank týkající se oběživa v bankomatech. Například využívání 2000 Kč bankovek, které byly do oběhu zařazeny až v říjnu 1996, a které v současnosti tvoří největší část oběživa (40 % celkové nominální hodnoty bankovek a mincí), bylo podpořeno jejich zahrnutím mezi bankovky vydávané bankomaty v roce 2000. Ve stejném roce pak poklesl objem držených 500 Kč bankovek, které přestaly být v bankomatech nabízeny. Počet 500 Kč bankovek pak opět narostl v roce 2013, kdy tyto začaly být opět nabízeny v bankomatech v rámci možné volby struktury vydaného oběživa. Nabídku různých nominálních hodnot ovlivnilo také nahrazování 20 Kč a 50 Kč bankovek mincemi či definitivní zrušení těchto bankovek ze strany ČNB. Mimo to se projevilo rovněž zneplatnění některých vzorů bankovek (např. konec platnosti 5000 Kč bankovky vzor 1993 k pololetí 2001 se projevil v jednorázovém meziročním poklesu počtu 5000 Kč bankovek o 17,3 %).

Závěr

Výskyt hotovosti v současné moderní době se může zdát být přežitkem, ale je odrazem stále silných ekonomických, kulturních i historických důvodů. Ty se dle názorů autorů jen tak rychle nezmění, a to ani ve většině vyspělých zemí. I když si lze teoreticky představit fungování zejména velmi vyspělých ekonomik bez hotovosti, přechod do tohoto stavu by nebyl vůbec jednoduchý. Vedle toho je otázkou, zda by výhody plynoucí z neexistence hotovosti nebyly viditelné až při přechodu jistého kritického počtu zemí do této stále ještě futuristické etapy.

Zdroje

- Bech, M. L. – Garratt, R. (2017). Central bank cryptocurrencies. Bank for International Settlements, September 2017.
- BIS (2015). Digital currencies. Committee on Payments and Market Infrastructures, November 2015.
- Esselink, H. – Hernández, L. (2017). The use of cash by households in the euro area. Occasional Paper Series No 201, November 2017.
- Fischer, B., Köhler, P., Seitz, F. (2004). The demand for euro area currencies. European Central Bank, Working Paper Series 330.
- Guibourg, G., Segendorf, B. (2007). The Use of Cash and the Size of the Shadow Economy in Sweden. Central Bank of Sweden, Working Paper Series 204.
- HAMPL, M. (2018). A Digital Currency Useful for Central Banks? 7th BBVA Seminar for Public Sector Investors and Issuers Bilbao, 27 February 2018.
- Humphrey, D. B. (2004). Replacement of cash by cards in U.S. consumer payments. Journal of Economics and Business, 56, pp. 211–225.
- Ingves, S. (2017). Do we need an e-krona? Swedish House of Finance, Stockholm, 8 December 2017.
- Kireyev, P. A. (2017). The Macroeconomics of De-Cashing. International Monetary Fund, Working Paper No. 17/71, March 2017.
- Krugman, P. (1999). Currencies and Crises. Cambridge, The MIT Press, 1999.
- Reserve Bank of Australia (2017). An eAUD? Reserve Bank of Australia, December 2017.
- Reuters (2017). Venezuela oil-backed cryptocurrency to launch in days – government. Thomson Reuters, December 2017.
- Rogoff, K. S. (2016). The curse of cash. Princeton: Princeton University Press.
- Sveriges Riksbank (2017a). Riksbankens e-krona. Project plan, 14 March 2017.
- Sveriges Riksbank (2017b). The Riksbank's e-krona project. Report 1, September 2017.
- Sveriges Riksbank (2017c). The Riksbank's e-krona project (Action plan for 2018), December 2017.

¹⁷ Dle šetření společnosti VISA ze září 2017 bylo v ČR bezkontaktně provedeno celkem 91 % transakcí, což je druhé nejvyšší číslo ze všech sledovaných zemí.

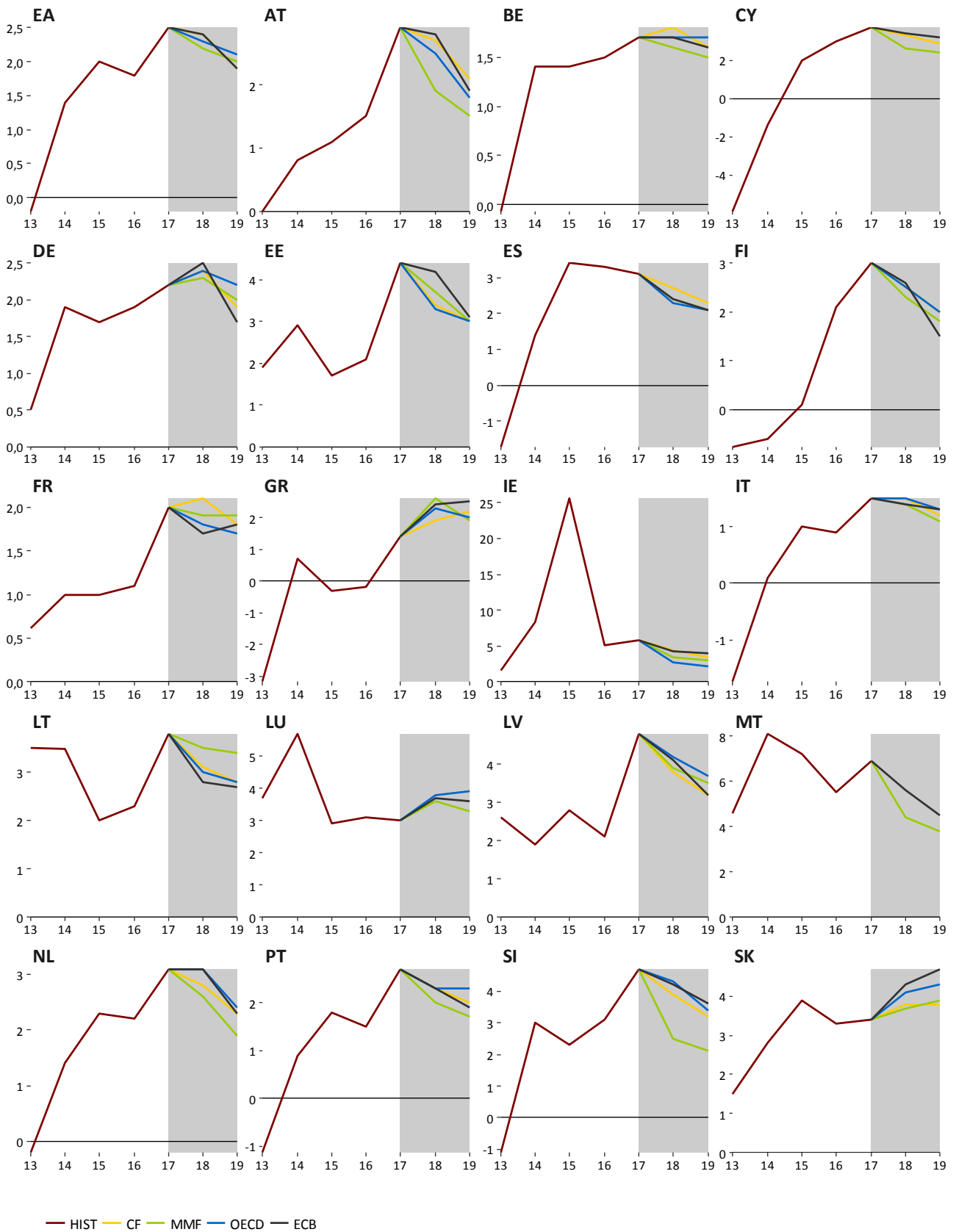
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2018

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	+0,1	2018/3	+0,3	2018/1	+0,1	2018/3	+0,1	2018/3
		2018/2				2017/10		
DE	0	2018/3	+0,5	2018/1	+0,1	2018/3	+0,8	2017/12
				2018/2				2017/10
US	0	2018/3	+0,4	2018/1	+0,4	2018/3	+0,4	2017/12
				2018/2				2017/10
UK	+0,1	2018/3	0	2018/1	+0,1	2018/3	+0,2	2018/2
				2018/2				2017/10
JP	0	2018/3	+0,5	2018/1	+0,3	2018/3	0	2018/1
				2018/2				2017/10
CN	0	2018/3	+0,1	2018/1	+0,1	2018/3	0	2018/3
				2018/2				2017/10
IN	+0,1	2018/3	0	2018/1	+0,2	2018/3	0	2018/3
				2018/2				2017/10
RU	0	2018/2	+0,1	2018/1	-0,1	2018/3	0	2018/1
				2018/1				2017/10
BR	+0,1	2018/2	+0,4	2018/1	+0,3	2018/3	0	2018/3
				2018/1				2017/10

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2018

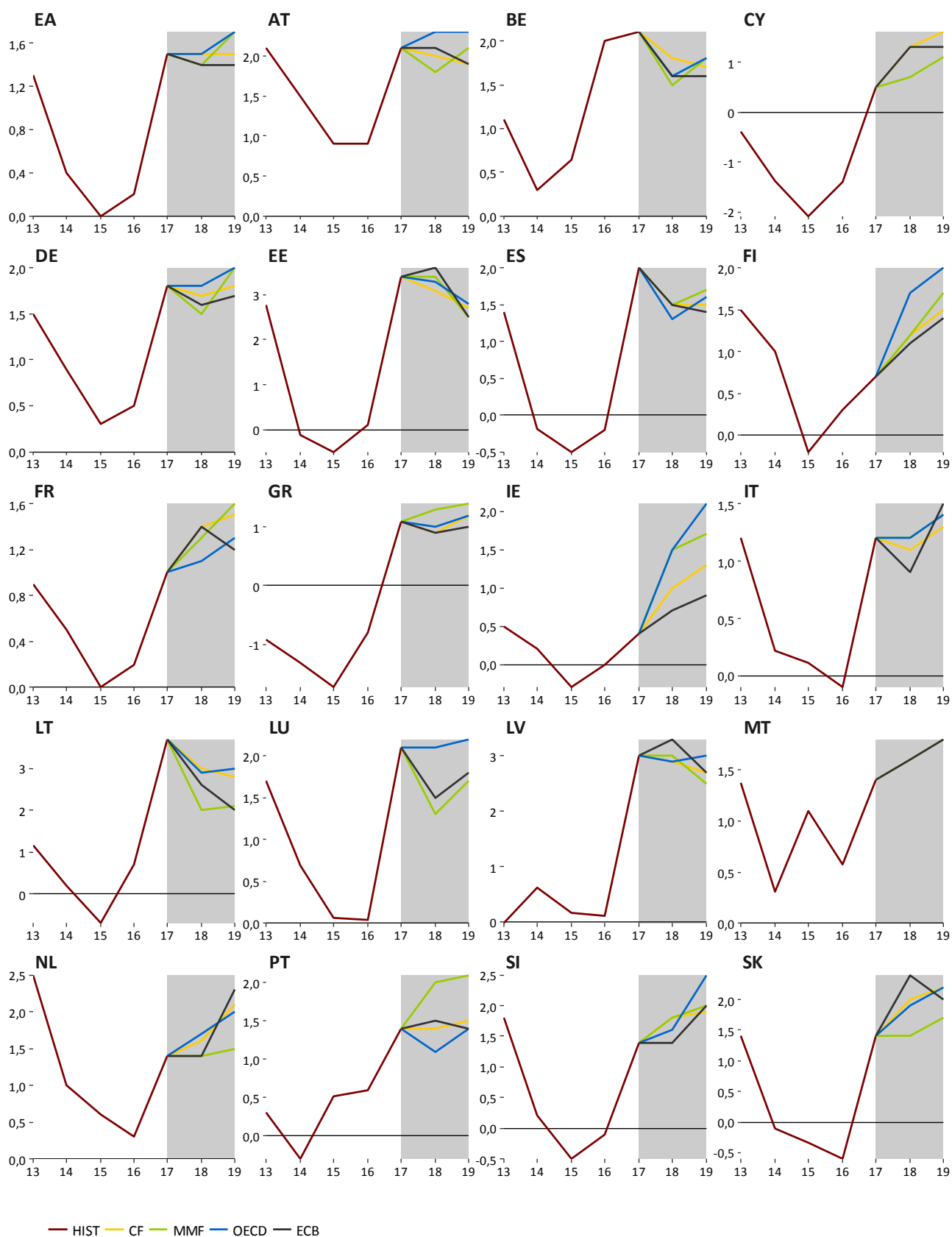
	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2018/3	-0,1	2017/10	+0,1	2017/11	0	2018/3
				2018/2				2017/4
DE	0	2018/3	-0,2	2017/10	+0,2	2017/11	+0,2	2017/12
				2018/2				2017/4
US	+0,1	2018/3	-0,3	2017/10	-0,2	2017/11	0	2017/12
				2018/2				2017/4
UK	0	2018/3	0	2017/10	-0,1	2017/11	0	2018/2
				2018/2				2017/4
JP	+0,1	2018/3	-0,1	2017/10	0	2017/11	0	2018/1
				2018/2				2017/4
CN	0	2018/3	+0,1	2017/10	-0,2	2017/11	-0,3	2018/3
				2018/2				2017/4
IN	0	2018/3	-0,2	2017/10	0	2017/11	0	2018/3
				2018/2				2017/4
RU	-0,2	2018/2	-0,3	2017/10	-0,2	2017/11	0	2018/1
				2018/1				2017/4
BR	-0,2	2018/2	-0,3	2017/10	-0,6	2017/11	0	2018/3
				2018/1				2017/4

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

