

Globální ekonomický výhled

březen 2020



I. Úvod	2
II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Spojené státy	5
II.3 Spojené království	6
II.4 Japonsko	6
II.5 Čína	7
II.6 Rusko	7
II.7 Výběr z rozvojových zemí	8
III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	9
IV. Vývoj na komoditních trzích	10
IV.1 Ropa	10
IV.2 Ostatní komodity	11
V. Zaostřeno na...	12
Stablecoins – brána mezi světem kryptoaktiv a konvenčních aktiv?	12
A. Přílohy	18
A1. Změna predikcí pro rok 2020	18
A2. Změna predikcí pro rok 2021	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. Seznam zkratk použitých v GEVu	26

Datum uzávěrky dat

13. března 2020

Sběr dat CF

9. března 2020

Datum publikace GEVu

20. března 2020

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 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 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.2 Spojené státy, II.3 Spojené království
Soňa Benecká	II.1 Eurozóna
Oxana Babecká	II.4 Japonsko, II.6 Rusko
Martin Motl	II.5 Čína
Milan Frydrych	II.7 Výběr z rozvojových zemí
Jan Hošek	IV.1 Ropa a zemní plyn, IV.2 Ostatní komodity
Alexis Derviz	V. Zaostřeno na...

I. Úvod

COVID-19! Tématem měsíce března a zřejmě celého tohoto roku je a bude pandemie koronaviru, jehož epicentrem se v březnu stala Evropa. V novodobé historii lze podobné dopady na světovou ekonomiku srovnávat již jen s efekty finanční krize po pádu Lehman Brothers. Jednotlivé státy přijímají bezprecedentní opatření, což se odráží ve vývoji ekonomických ukazatelů. Poptávkové šoky plynoucí z omezení vyvolaných nouzovými stavy jsou kombinovány se šoky nabídkovými, které se projevují sníženým výstupem. To, zda převládne klasická recesní situace (klesající výstup i ceny) nebo povaha stagflační (klesající výstup a rostoucí ceny) bude záležet na mnoha okolnostech, reakci autorit a finančních trhů. Centrální banky se na tento vývoj snaží promptně reagovat, a tak jsme byli svědky snížení úrokových sazeb u mnoha z nich (např. BoE, kanadská centrální banka, Fed, centrální banka Norska) nebo přijetí dalších nekonvenčních opatření na podporu ekonomiky (např. ECB, Fed, BoJ). Samozřejmá je i reakce fiskálních autorit, které napříč zeměmi přicházejí

Březnový výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích, %

HDP	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2020	0,6 ↘	0,5 ↘	1,6 ↘	0,8 ↘	-0,7 ↘	5,2 ↘	1,8 ↘
2021	1,3 ↗	1,2 ↗	2,0 ↗	1,3 ↘	1,1 ↗	6,1 ↗	1,9 ↗
Inflace	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2020	1,1 ↘	1,3 ↘	1,8 ↘	1,5 ↘	0,4 ↘	3,4 ↗	3,5 ↘
2021	1,4 ↗	1,5 ↗	2,1 ↗	1,8 ↘	0,5 ↘	2,2 ↗	3,8 ↘

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

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

s celou řadou opatření na překlenutí nouzového stavu. Velký negativní dopad na vývoj na finančních trzích mělo oficiální vyhlášení koronavirové pandemie ze strany WHO nebo oznámení amerického prezidenta D. Trumpa o třicetidenním zákazu cestování mezi USA a Evropou. K turbulentnímu vývoji na finančních trzích přispěl i krach jednání ropného kartelu OPEC+ z počátku března, v reakci na nějž se ropa propadla o téměř 30 %.

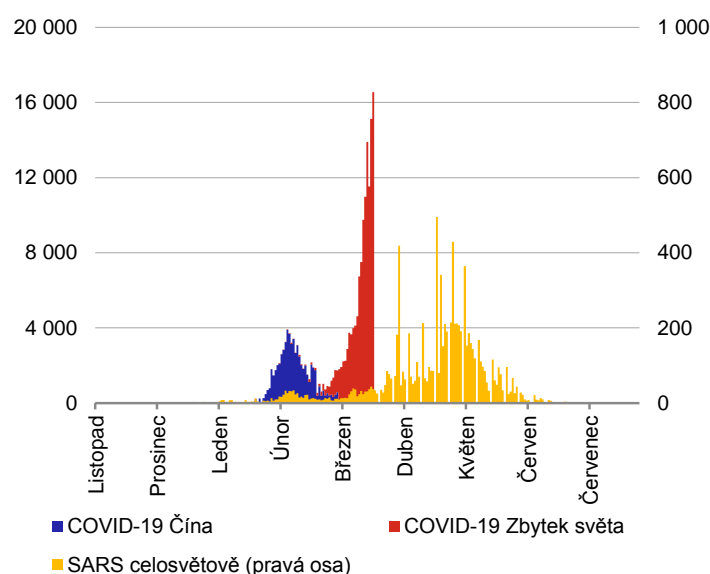
Výhledy růstu HDP potvrzují, že rok 2020 bude rokem viditelného ekonomického zpomalení nebo recese. V roce 2021 pak většina ekonomik opět nastartuje svůj ekonomický růst. **Výhledy spotřebitelské inflace** ukazují, že pokles ekonomiky bude doprovázen v letošním roce zpomalením růstu cenové hladiny, což drtivou většinu ekonomik dále vzdálí od 2% ideálu pro vývoj spotřebitelské inflace. V příštím roce by se kolem něho mělo dařit pohybovat z významných vyspělých ekonomik jenom USA a UK.

Americký dolar bude v ročním horizontu vůči euru, libře, ale i žen-min-pi posilovat, oslabení je očekáváno vůči rublu. Tento vývoj potvrzuje nepsané pravidlo, že při nárůstu nejistoty je pozorován příklon k dolaru. Výhled CF pro **cenu ropy Brent** v ročním horizontu je podstatně nižší než v únoru, a to 56 USD/barel (nejvyšší odhad 70 USD/barel, nejnižší pak jen 39,5 USD/barel). Výhled **tržních sazeb** je mírně rostoucí pro 3M USD LIBOR, výhled sazeb 3M EURIBOR nadále zůstává v záporném teritoriu na celém sledovaném horizontu.

Graf aktuálního čísla ukazuje vývoj šíření koronaviru od vypuknutí epidemie. Ve srovnání s epidemií SARS před více jak 15 lety se jedná o diametrálně jiný průběh. Nakažených je násobně více zejména díky velmi rychlému šíření viru a celosvětová pandemie mimo Čínu ještě nezačala kulminovat. Zatím tak není jasné, kdy se nákazu podaří zkrotit a místo zákazů a opatření, která mají negativní dopad na ekonomiku, bude docházet k opětovnému oživení. Drastická opatření v Číně přinesla svá ovoce a doufáme, že opatření ve zbytku světa se brzy projeví na poklesu nových nakažených.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: [Stablecoins – brána mezi světem kryptoaktiv a konvenčních aktiv?](#) Článek představuje stablecoiny a popisuje jejich vztah k tradičním financím, různé zdroje poptávky po stablecoinech a zároveň i postavení digitálních měn centrálních bank v ekosystému kryptoaktiv.

Šíření koronaviru (2020) z pohledu počtu nově nakažených v porovnání se SARS (2003)



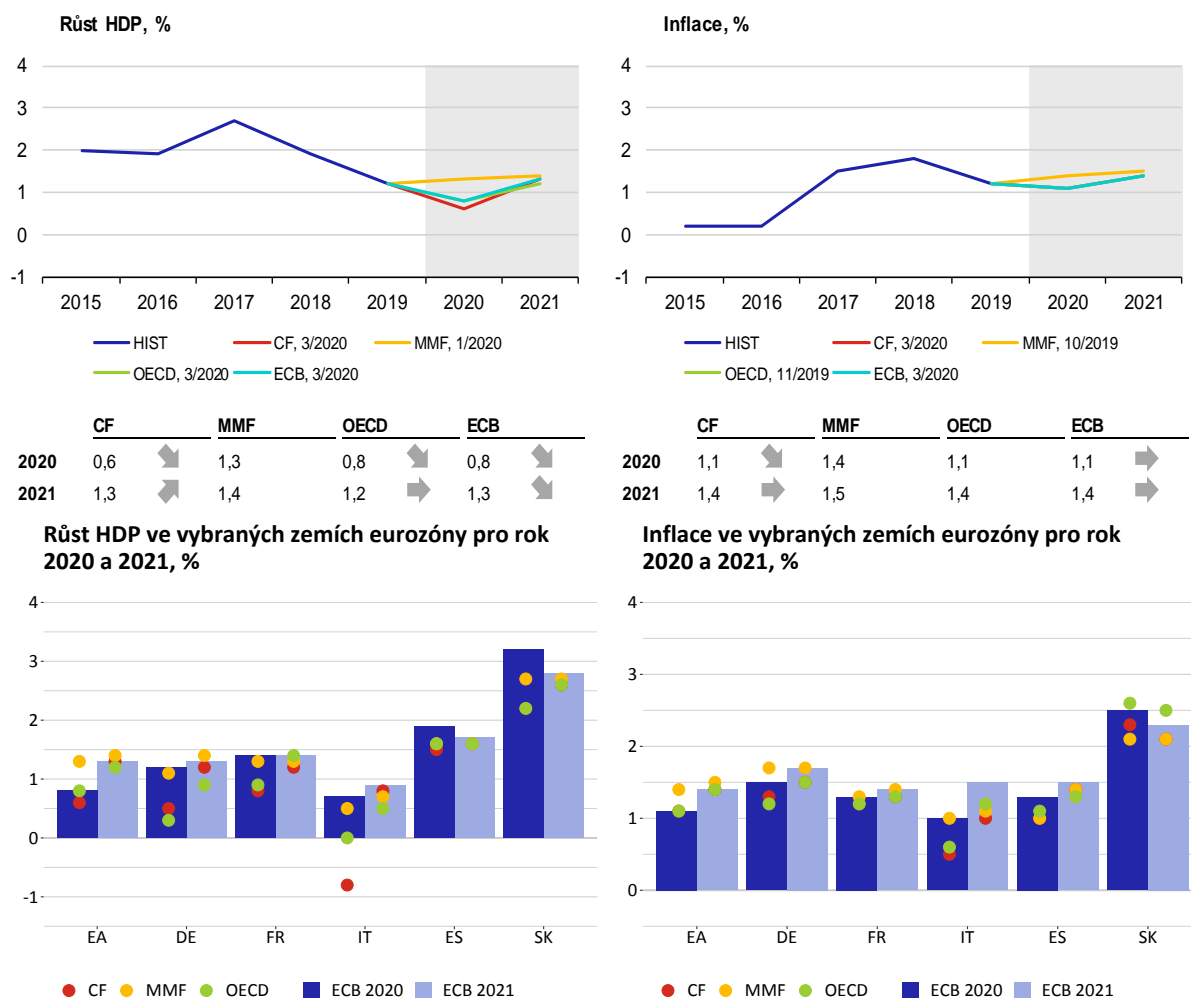
Zdroj: WHO

Pozn.: COVID-19 údaje za období od 31. prosince 2019 do 20. března 2020; SARS údaje za období od 16. listopadu 2002 do 10. července 2003.

II.1 Eurozóna

Hospodářský růst v eurozóně v posledním čtvrtletí loňského roku ztlačil, zejména ve Francii a Itálii. Růst HDP v eurozóně tak dosáhl v meziročním vyjádření 1 %. Byl i nadále tažen především růstem fixních investic, které během posledního roku a půl dominovaly svými příspěvky nad ostatními složkami HDP. Kladně přispěly i spotřeba domácností a vlády, jejich příspěvky se však oproti třetímu čtvrtletí snížily. Tlumící efekt na hospodářský růst měl pokračující pokles stavu zásob, k němuž se ve čtvrtém čtvrtletí opět přidal záporný čistý vývoz. Hlavní příčinou byl překvapivě negativní vývoj ve Francii a Itálii, kde došlo k poklesu hospodářské aktivity (o 0,1, respektive 0,3 %), zejména vlivem propadu průmyslové a stavební produkce v závěru roku. Pokles v průmyslové produkci zasáhl i řadu dalších ekonomik v eurozóně, mnohdy doprovázen poklesem maloobchodních tržeb.

Řada indikátorů ekonomické aktivity na začátku roku naznačovala mírné oživení, do kterého ale tvrdě zasáhla pandemie koronaviru. Růst průmyslové produkce v lednu výrazně překonal očekávání, když meziměsíční přírůstek dosáhl 2,3 %. Z největších ekonomik eurozóny zaznamenala v lednu nejprudší nárůst výroby Itálie, a to o 3,7 %. Naopak do vývoje PMI ve zpracovatelském průmyslu se do značné míry promítl propad aktivity v Číně v návaznosti na epidemii koronaviru. Zvýšila se respondenty udávaná délka zpracování objednávky, protože manažeři očekávali problémy s dodávkami z Číny. PMI však prodloužení dodací lhůty ze své definice považuje za kladný signál (firmy mají tolik zakázek, že nestíhají dodávat). Celkový index tak paradoxně vzrostl. PMI ve službách zůstalo v pásmu expanze a mírně se zvýšilo vlivem robustní domácí poptávky. I sentiment spotřebitelů se mírně zlepšil. Na konci února udeřila epidemie s největší silou v Itálii, kde začal raketově narůstat počet nakažených. Následně propukalo masivní šíření viru i v dalších ekonomikách a opatření přijímaná ve snaze zpomalit jeho šíření budou mít výrazný dopad na celou ekonomiku eurozóny. Kromě poklesu výdajů domácností dochází také k narušení výrobního procesu a snížení pracovní síly z důvodu nemoci a karanténních opatření.

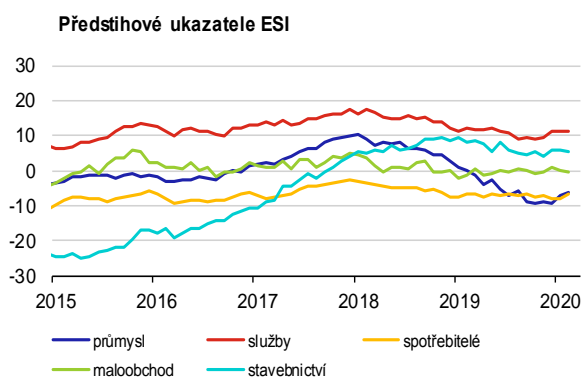


Pozn.: Grafy zobrazují poslední dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou ekonomiku.

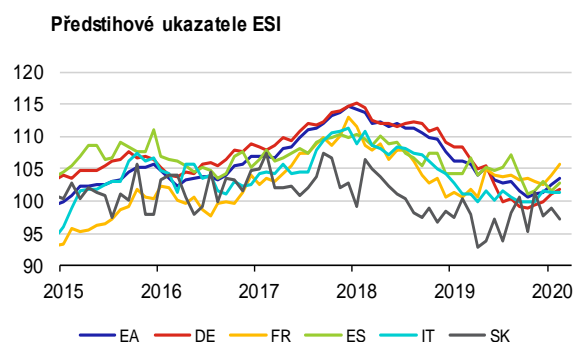
Výhled pro růst HDP byl sice analytiky CF revidován dolů, ale vzhledem k dramaticky se měnící situaci není nyní snadné rozsah dopadů nákazy na ekonomiku eurozóny odhadnout. Březnový CF snížil průměrné tempo růstu pro letošní rok na 0,6 %, přičemž revize zasáhla zejména velké ekonomiky. Citelně se snížila předpověď pro soukromou spotřebu (ze 1,2 % na 0,9 %) i průmyslovou produkci (z 0,3 % na -0,7 %). Nový výhled OECD je nepatrně optimističtější (0,8 %) a odpovídá výhledu Evropské centrální banky. Je však zřejmé, že s postupným zaváděním stále restriktivnějších opatření se výhledy budou posouvat směrem dolů. Již jistá se zdá být recese v Itálii, ale pravděpodobně se nevyhne ani Německu či Francii. Podstatným předpokladem budou domácí fiskální opatření národních vlád..

Také výhled spotřebitelské inflace v eurozóně se snížil. Celková inflace v eurozóně v únoru na základě předběžných údajů mírně poklesla na 1,2 % vlivem záporného příspěvku cen energií. Nachází se tak výrazně pod cílem ECB. Přestože jádrová inflace vzrostla na stejnou hodnotu, inflační tlaky zůstávají nadále utlumené. Nejvíce v únoru rostly ceny potravin (o 2,2 %), následované cenami služeb. Celkově pak v roce 2020 dosáhne inflace v eurozóně dle CF pouhých 1,1 %, což je i výhled ECB. Do inflace se bude promítat výrazně nižší cena ropy, ale CF revidoval o 0,1 p. b. níže i výhled jádrových cen.

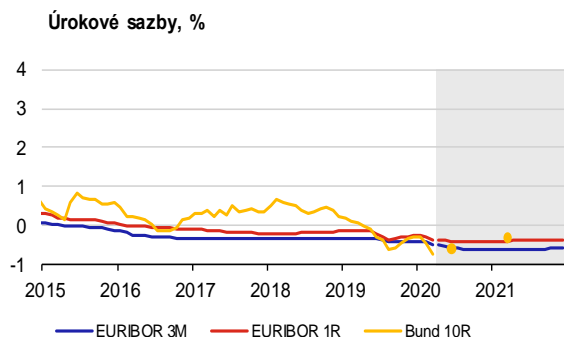
Evropská centrální banka na svém řádném březnovém zasedání sice nesnížila depozitní sazbu, ale oznámila podpůrná opatření, včetně vyššího objemu nákupu cenných papírů. Budou prováděny dodatečné dlouhodobější refinanční operace (LTRO), s pevnou sazbou a s plným přidělením, s úrokovou sazbou rovnající se průměrné úrokové sazbě pro vkladovou facilitu. Od června 2020 je budou následovat příznivěji nastavené operace TLTRO III, přičemž se zvyšuje maximální celkový objem půjček v operacích TLTRO III. Programy nákupů aktiv (APP) byly zvýšeny o 120 mld. EUR do konce roku, bez jasně stanoveného objemu pro jednotlivé měsíce či instrumenty. Opatření byla cíleně navržena na podporu likvidity ve finančním systému. Těžištěm prorůstových kroků by však dle prohlášení prezidentky Lagardeové měla být koordinovaná a ambiciózní fiskální politika. ECB je ovšem připravena nastavení své měnové politiky podle potřeby upravit. Úrokové sazby dle ní nejsou na úrovni, která by znemožňovala jejich další snížení. Současná krize se může dále prohloubit, ale dle ECB dosáhne vrcholu v druhém čtvrtletí 2020 a pak bude odeznívat.



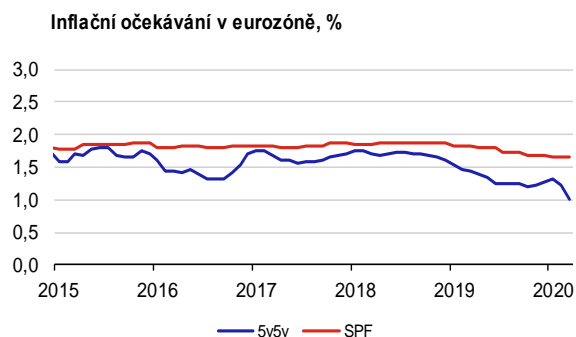
	průmysl	služby	spotřeb.	maloob.	stavebn.
12/19	-9,3	11,3	-8,1	0,7	5,7
1/20	-7,0	11,0	-8,1	-0,1	5,8
2/20	-6,1	11,2	-6,6	-0,2	5,3



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
12/19	101,3	99,8	102,6	103,0	101,6	97,8
1/20	102,6	101,2	103,9	101,5	101,3	98,9
2/20	103,5	101,8	105,8	102,7	101,3	97,2



	2/20	3/20	6/20	3/21
3M EURIBOR	-0,41	-0,47	-0,56	-0,60
1Y EURIBOR	-0,29	-0,35	-0,39	-0,39
10Y Bund	-0,43	-0,73	-0,60	-0,30



Pozn.: Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF

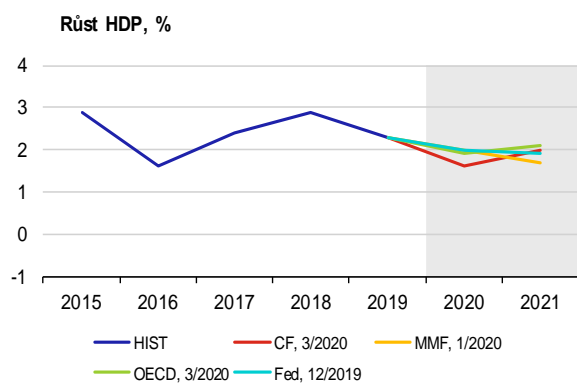
	5y5y	SPF
1/20	1,31	1,66
2/20	1,22	1,66
3/20	1,01	1,66

II.2 Spojené státy

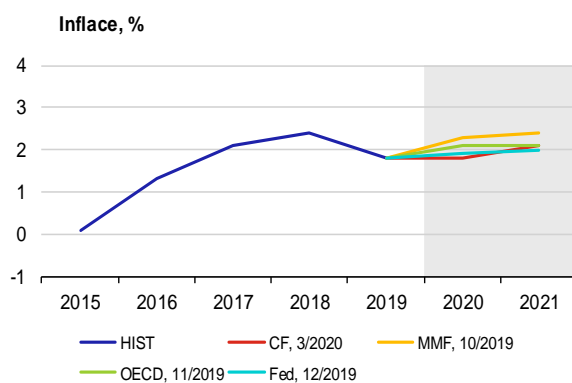
Americká centrální banka snížila na počátku března mimo plánované zasedání své sazby o 50 b. b. Rozhodnutí bylo učiněno s ohledem na obavy z dopadů viru. Nicméně trhy již snížení sazeb v tomto roce očekávaly. Dalším krokem je rozhodnutí o poskytnutí likvidity prostřednictvím repo operací v objemu 5,5 bil. USD. Navzdory krokům Fedu pokračují finanční trhy v poklesu. Index S&P 500 klesl od svého vrcholu v druhé polovině února o čtvrtinu. Výnosy desetiletého vládního dluhopisu spadly o třetinu a dvouletého dokonce na třetinu vzhledem k hodnotám v polovině února. Aktuální situace sice může svým vývojem na finančních trzích připomínat rok 2008, je ale důležité zdůraznit, že se zatím jedná o problém zdravotní a poklesu výroby, nikoli však krizi finanční. Více tedy bude záležet na fiskální politice.

Koronavirová pandemie dopadá zatím pouze na výhledy pro americkou ekonomiku, nikoli na její aktuální stav.

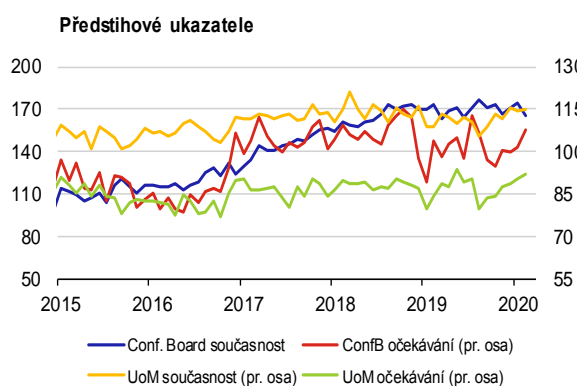
Podle březnového výhledu CF poroste americká ekonomika letos tempem 1,6 %, od minulého měsíce tak došlo k poklesu očekávání o 0,3 p. b. Dle atlantského Fedu jsou však čísla za první čtvrtletí zatím velmi dobrá a očekává se růst ve výši 3,1 % (mezičtvrtletně, anualizovaně). Současně vzrostly jak investice, tak spotřeba a vládní výdaje. V únoru rovněž vzrostl počet vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru, nezaměstnanost poklesla na 3,5 % a došlo k dalšímu nárůstu průměrné mzdy meziročně o 3 %. Nový odhad růstu americké ekonomiky od OECD byl pro rok 2020 rovněž snížen, na 1,9 %, pro rok 2021 však došlo ke zvýšení na 2,1 %. Vliv koronaviru se tak nejspíše podobně jako v Evropě projeví nejvíce v číslech za druhé čtvrtletí a pokles v letošním roce bude kompenzován růstem v roce následujícím. Předstihové indikátory v oblasti nabídky již budoucím obrát v ekonomickém vývoji zachytily. ISM pro nové objednávky spadl do oblasti kontrakce, PMI pro průmysl se pohybuje těsně nad hodnotou 50. Nákaza se zatím neprojevila ve spotřebitelské náladě, která je dobrá a dle indexu Michiganské univerzity dosahuje nejvyšších hodnot za poslední dva roky. Inflace dle očekávání CF v letošním roce dosáhne 1,8 %, došlo tak ke snížení očekávání o 0,2 p. b.



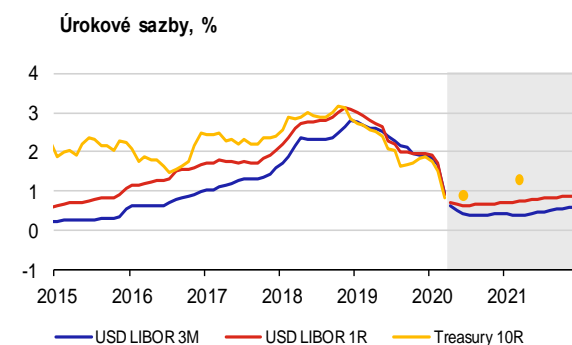
	CF	MMF	OECD	Fed
2020	1,6	2,0	1,9	2,0
2021	2,0	1,7	2,1	1,9



	CF	MMF	OECD	Fed
2020	1,8	2,3	2,1	1,9
2021	2,1	2,4	2,1	2,0



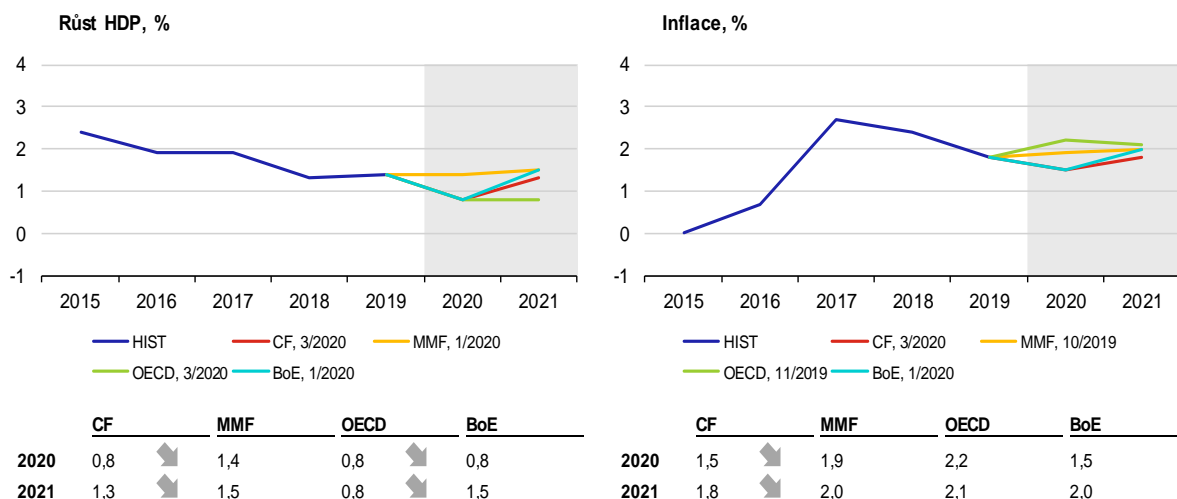
	ConfB souč.	ConfB oček.	UoM souč.	UoM oček.
12/19	170,5	100,0	115,5	88,9
1/20	173,9	101,4	114,4	90,5
2/20	165,1	107,8	114,8	92,1



	2/20	3/20	6/20	3/21
USD LIBOR 3M	1,68	0,97	0,42	0,41
USD LIBOR 1R	1,74	1,74	0,65	0,74
Treasury 10R	1,51	0,84	0,90	1,30

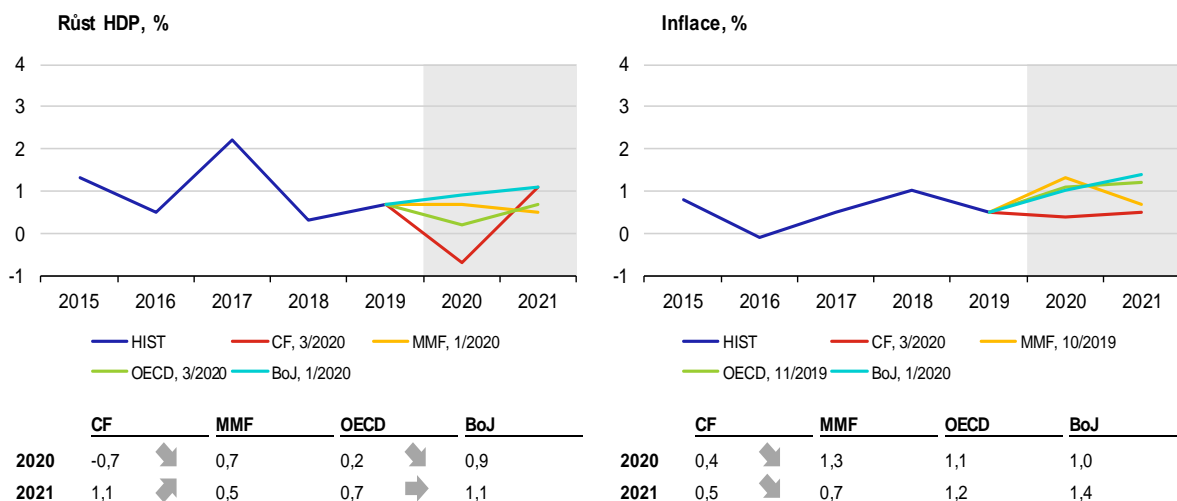
II.3 Spojené království

BoE snížila sazby o 50 b. b. a vláda současně ohlásila stimulační balíček pro britskou ekonomiku ve výši 30 mld. liber. Jedná se o reakce na pandemii koronaviru a obavy o budoucí vývoj. Od 16. března nastupující guvernér Andrew Bailey tak bude mít plné ruce práce. Dle dosavadních dat očekává NIESR růst hospodářské aktivity v prvním čtvrtletí stále o 0,2 %. Současně ale výstup v lednu stagnoval a další výhled je dosti nejistý. Vpředhledící kompozitní ukazatel PMI v únoru rostl dále v oblasti expanze. V oblasti služeb, které jsou pro britskou ekonomiku klíčové, se však ukazatel PMI snížil, zůstává ale v oblasti expanze. Produktivita práce meziročně vzrostla, nezaměstnanost se drží na 3,8 % a v únoru mzdy rostly meziročně o necelá 3 %. Výhled růstu britské ekonomiky snížil jak pro letošní tak příští rok nejen CF, ale i OECD. Podobně jako v jiných státech se nejistota projevuje na finančních trzích poklesem výnosů státních dluhopisů.



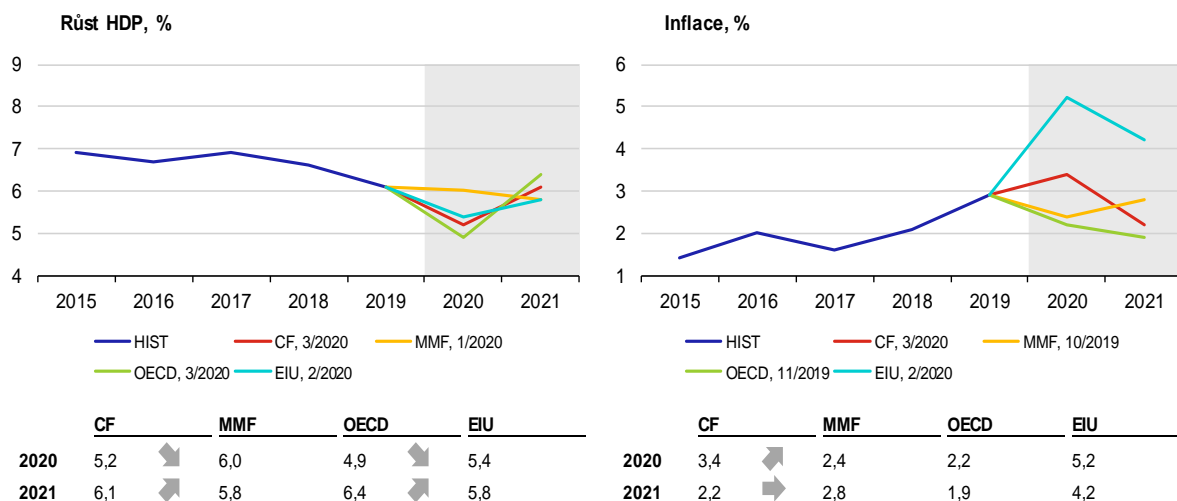
II.4 Japonsko

Březnový výhled CF předpokládá poprvé od roku 2009 propad celoročního HDP v Japonsku. Průmyslová produkce za leden naznačuje zmírnění poklesu (na 2,5 % mizr.). Maloobchodní tržby v únoru dokonce meziměsíčně vzrostly. Ovšem PMI se nachází v pásmu ekonomické kontrakce nejen ve zpracovatelském průmyslu, ale také ve službách vlivem zasažení cestovního ruchu koronavirem. Pandemie zesílila přetrvávající nepříznivou ekonomickou situaci a stále ohrožuje konání letních olympijských her, i když podle oficiálních vyjádření se o jejich odložení zatím neuvažuje. Vlivem výše zmíněných okolností vidí březnový CF celoroční růst HDP záporný (-0,7 %) s největším propadem v prvním čtvrtletí (-1,7 % meziročně). Propad ekonomické aktivity v průběhu roku bude postupně zmírňovat, a v jeho závěru se japonská ekonomika znovu vrátí k slabému růstu. Růstový výhled OECD byl snížen o 0,8 p. b., nicméně byl ponechán slabý růst poblíž nuly.



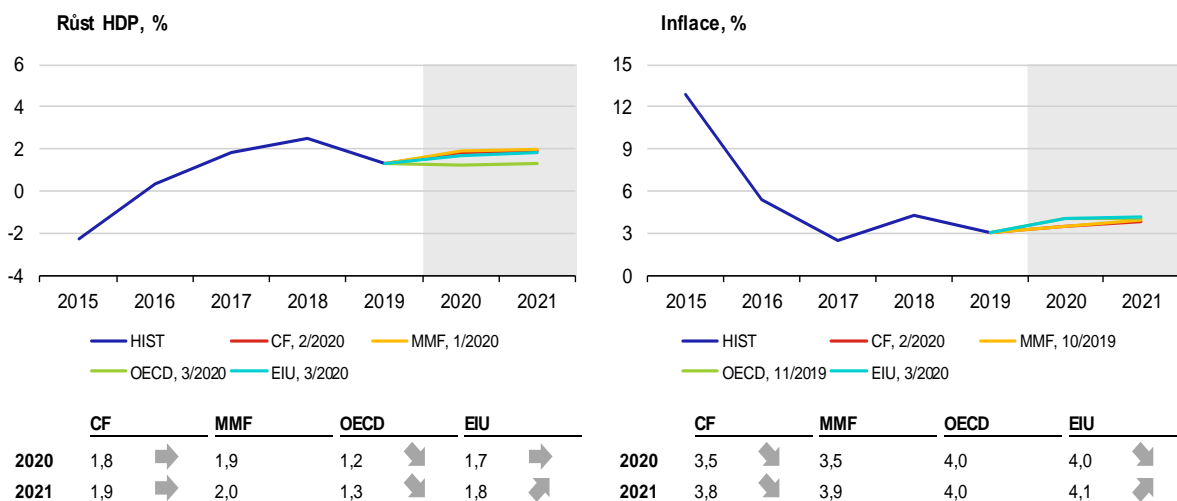
II.5 Čína

Přímé negativní dopady pandemie koronaviru se v čínské ekonomice nejvíce projeví v prvním čtvrtletí. Velmi přísná opatření v podobě karantén a zákazu vycházení přináší své výsledky. To lze pozorovat v počtu nakažených osob, kterých denně přibývá již pouze několik desítek a ohnisko nákazy se přesunulo z Číny do Evropy. V následujících čtvrtletích se očekává následně zrychlení čínské ekonomické aktivity. To bude odrazet odstranění karanténních a dalších opatření. Dle odhadů by čínská ekonomika měla již na konci měsíce března fungovat bez výraznějších omezení. Do růstu se dále budou promítat měnová a fiskální stimulační opatření. Průměrný růst v letošním roce však nedosáhne předpokládaného ročního cíle čínské vlády, tj. 6%. Předpověď analytiků CF a OECD z března předpokládá letošní meziroční růst HDP pouze kolem 5%. Vyšší výhled inflace v letošním roce odráží mimo jiné růst cen vepřového masa. Březnový výhled CF předpokládá meziroční růst spotřebitelských cen ve výši 3,4% a následné zpomalení v roce 2021 na 2,2%.



II.6 Rusko

Hlavní událostí, jež nyní poutá pozornost kolem Ruska, je ropná válka. Rubl oslaboval již na konci února (podobně jako řada dalších měn) vlivem šíření koronaviru po světě. Na konci první březnové dekády srazil rubl na čtyřleté minimum (okolo 75 RUB/USD) konflikt mezi Ruskem a OPEC (viz Kap. IV.1.), který shodil cenu ropy a zastínil i zprávy o pandemii. Vláda počítá v letošní prognóze růstu HDP (o 1,9%) s cenou ropy Urals 57,7 USD/barel. Pokud by cena letos zůstala kolem 35 USD/barel, nevylučuje předseda Komory účetních Ruska (bývalý ministr financí) A. Kudrin nulový růst. Rusko by v tom případě přišlo o 3 trilionu rublů (41,7 mld. USD za předpokladu kurzu 72 RUB/USD). Kreml názor oficiálně nepodpořil. Rizikový scénář říjnové prognózy centrální banky Ruska nicméně předvídá v případě ceny ropy 25 USD/barel a globální recese letos pokles HDP o 1,5 až 2%. Poslední dostupný výhled CF pro Rusko z konce února zatím ponechal předpověď HDP beze změny.

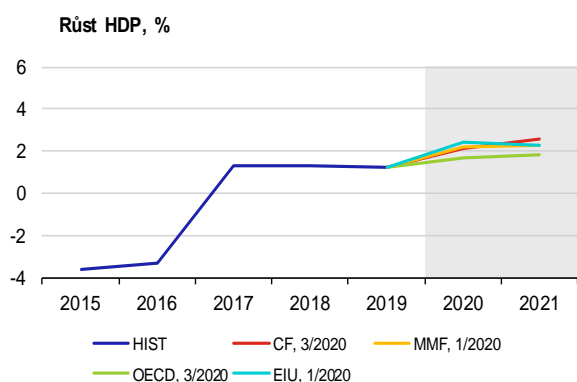


II.7 Výběr z rozvojových zemí

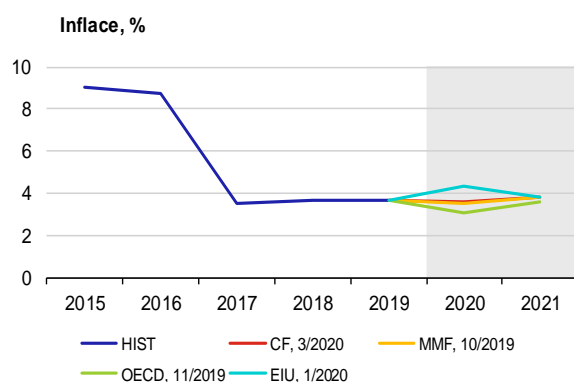
Brazilská ekonomika expandovala na konci roku 2019 o 0,5 % mezičtvrtletně. Za celý rok pak vzrostla o 1,1 %. Inflace dosáhla 3,7 %, přičemž v posledních třech měsících se drží nad 4 % meziročně. Klíčová úroková sazba SELIC byla na únorovém zasedání snížena o 0,25 p. b. na 4,25 %. Důvodem je řada rizik ohrožující udržení inflace na cíli (4 % pro rok 2020, 3,75 % pro rok 2021). Růst reálných mezd a platů zůstává utlumený. Brazilská měna kontinuálně oslabuje kvůli klesajícím sazbám a carry trade. Na druhou stranu Brazílie provedla penzijní reformu, která by měla ušetřit státu 230 mld. dolarů v následujících deseti letech.

V nejbližších týdnech čeká brazilský parlament hlasování o udělení nezávislosti centrální bance (BCB). Ačkoliv banka může nezávisle na vládě provádět měnovou politiku, stále spadá pod ministerstvo financí, přičemž šéfa BCB nominuje hlava státu. Nově by tak prezident centrální banky nemohl být odvolán vládou kvůli rozdílným názorům na měnovou politiku. Vládu čekají i další nutné reformy. Jedná se například o reformu daňového systému kvůli jeho složitosti a neefektivnosti, dodatečnou fiskální reformu a strukturální reformy na podporu stále anemického ekonomického růstu.

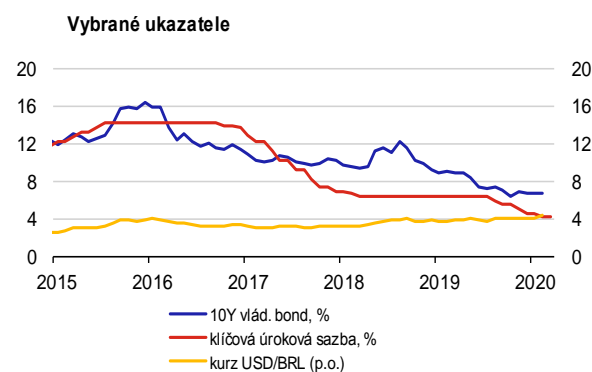
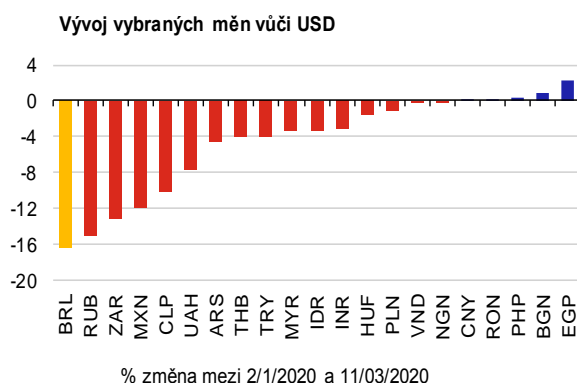
Většina institucí očekává růst hospodářství pro tento rok okolo 2 %. V roce 2021 pak mírné zrychlení. Tyto výhledy však nezohledňují poslední vývoj okolo koronaviru. Trhy tak spekulují o dalším snížení sazeb na březnovém zasedání o 0,25 až 0,50 p. b. i vzhledem k řadě dalších rizik jako je snížení zahraniční poptávky, nevalný optimismus firem i domácností a s tím související nevýrazný objem investic. Monetární stimulus je zatím jediná podpora, které se Brazílii může dostat, jelikož země narazila na strop zadlužení. Inflace by měla zůstat poblíž 4 %. Brazilský real by měl podle CF doznat pouze mírné apreciacie. Avšak při dalším šíření viru a neadekvátní reakci vlády by mohl výrazně oslabit, což trhy momentálně vnímají jako realističtější scénář.



	CF	MMF	OECD	EIU
2020	2,1	2,2	1,7	2,4
2021	2,6	2,3	1,8	2,3



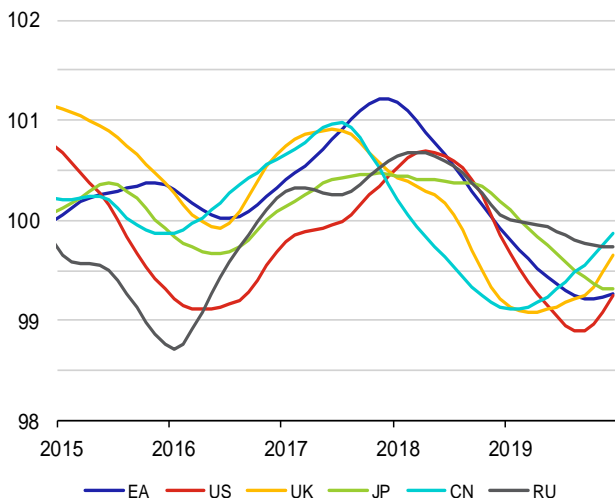
	CF	MMF	OECD	EIU
2020	3,6	3,5	3,1	4,3
2021	3,8	3,8	3,6	3,8



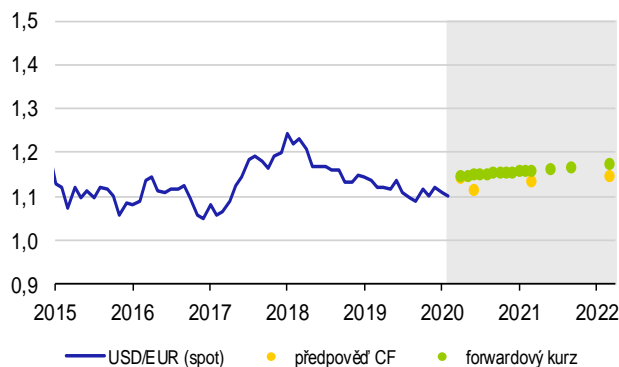
	10Y vládní bond, %	úrok. sazba, %	USD/BRL
1/2020		6,70	4,50
2/2020		6,78	4,25
3/2020			4,25

III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

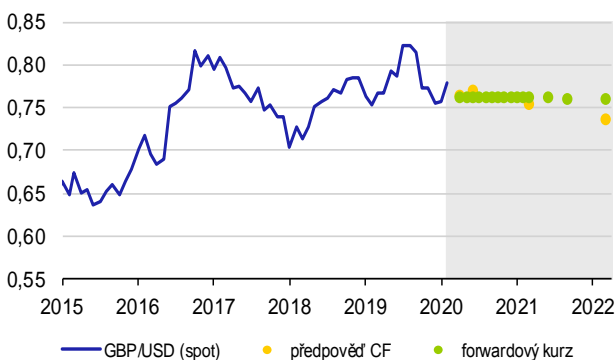


Americký dolar (USD/EUR)



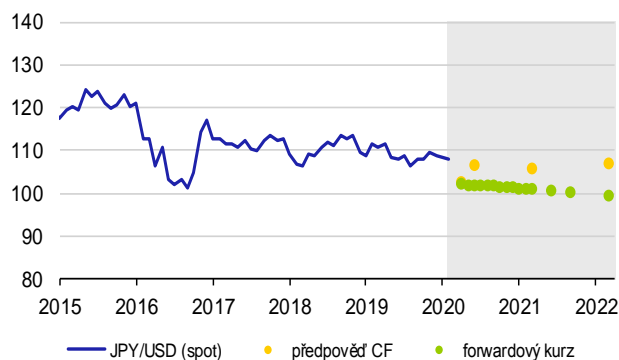
	9/3/20	4/20	6/20	3/21	3/22
spotový kurz	1,142				
předpověď CF		1,142	1,115	1,135	1,148
forwardový kurz		1,147	1,149	1,160	1,174

Britská libra (GBP/USD)



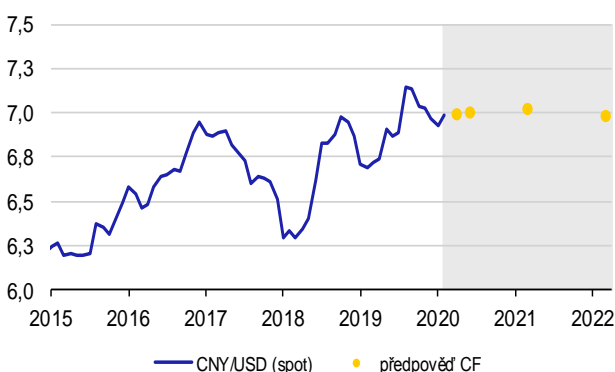
	9/3/20	4/20	6/20	3/21	3/22
spotový kurz	0,763				
předpověď CF		0,763	0,770	0,754	0,737
forwardový kurz		0,762	0,762	0,761	0,760

Japonský jen (JPY/USD)



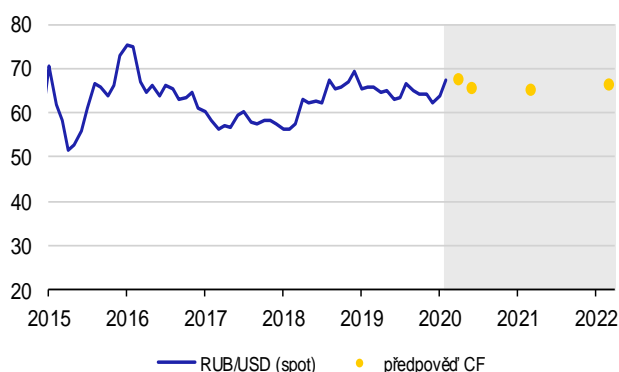
	9/3/20	4/20	6/20	3/21	3/22
spotový kurz	102,5				
předpověď CF		102,5	106,7	105,8	107,0
forwardový kurz		102,2	102,0	101,0	99,7

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	9/3/20	4/20	6/20	3/21	3/22
spotový kurz	6,951				
předpověď CF		6,995	7,004	7,026	6,981

Ruský rubl (RUB/USD)



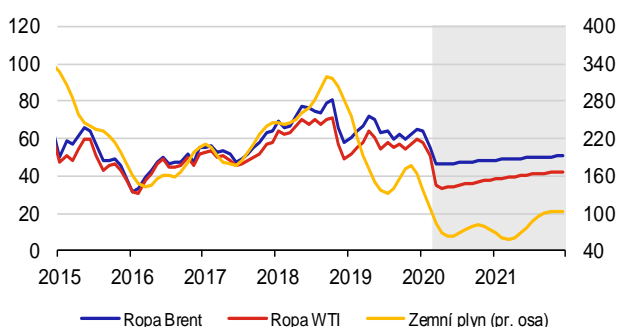
	9/3/20	4/20	6/20	3/21	3/22
spotový kurz	74,03				
předpověď CF		67,40	65,49	65,31	66,20

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

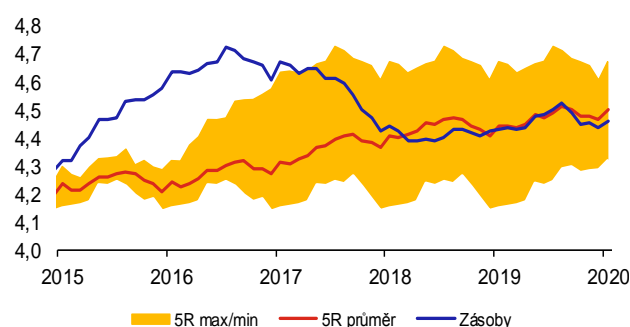
Cena ropy Brent se od začátku roku propadla téměř o 50 % a v první polovině března se dostala pod 35 USD/barel. Důvody jsou jak na poptávkové, tak nabídkové straně. Pokles cen, započatý na začátku roku, pokračoval i v první dekádě února, přičemž poptávku nadále snižoval nadprůměrně teplý průběh zimy na severní polokouli. Poté ceny ropy dočasně vzrostly v naději, že epidemie koronaviru bude omezena převážně na Čínu, a též v reakci na fiskální stimuly v mnoha asijských ekonomikách. Koncem února se však virus začal šířit ve větším měřítku i za hranicemi Číny, což vedlo k obnovení poklesu cen ropy. Zatím poslední ránu ceně ropy zasadil výsledek zasedání aliance OPEC+ 6. března, na kterém navzdory očekávání nedošlo zásluhou Ruska k dohodě o dalším snížení těžby. Většina zemí následně oznámila, že silně navýší produkci. Cena ropy Brent poté propadla až na 31 USD/barel. Přitom ještě většímu poklesu cen zabránilo silné oslabení amerického dolaru na začátku března. Tržní křivka ze začátku března signalizuje pro konec letošního roku cenu ropy Brent cca 48,5 USD/barel a na konci příštího roku cca 50,5 USD/barel. Většina analytických pracovišť přehodnotila výhledy poptávky i cenu ropy pro letošní rok dramaticky směrem dolů a některá letos dokonce očekávají meziroční pokles spotřeby ropy. EIA dále silně snížila výhled ceny ropy Brent pro letošní rok v průměru na 43,3 a pro příští rok na 55,4 USD/barel. Nově nepředpokládá spolupráci mezi zeměmi OPEC+, ale naopak válku o podíl na trhu. Nízká cena povede pravděpodobně k zastavení růstu a následnému poklesu těžby v USA zhruba od května. Na druhé straně nelze očekávat výraznější růst poptávky v důsledku nízké ceny ropy, dokud neodezní strach z epidemie, který silně omezuje aktivitu nejen v odvětví osobní dopravy. Obnovení jednání mezi zeměmi OPEC+ není vyloučeno, mohlo by k němu dojít např. na dalším plánovaném zasedání aliance OPEC+ v červnu.

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

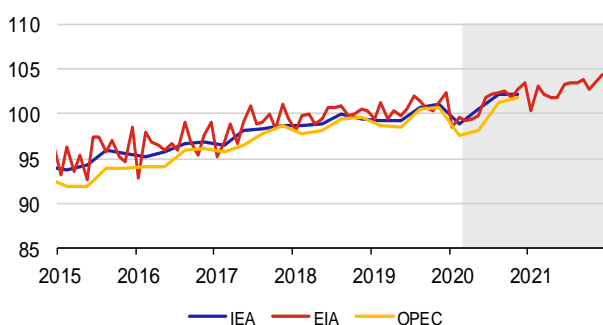


	Brent		WTI		Plyn	
2020	49,34	↓	38,70	↓	82,06	↓
2021	49,76	↑	40,57	↑	82,19	↓

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

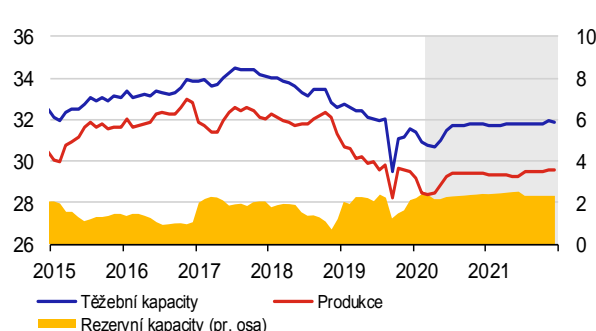


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2020	100,97	101,11	99,72
2021		102,86	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2020	29,08	31,39	2,30
2021	29,41	31,80	2,39

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

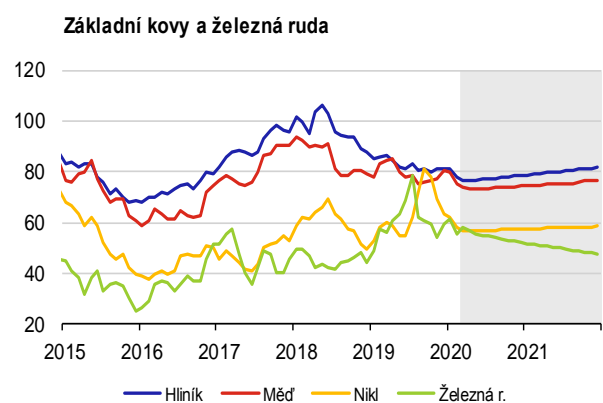
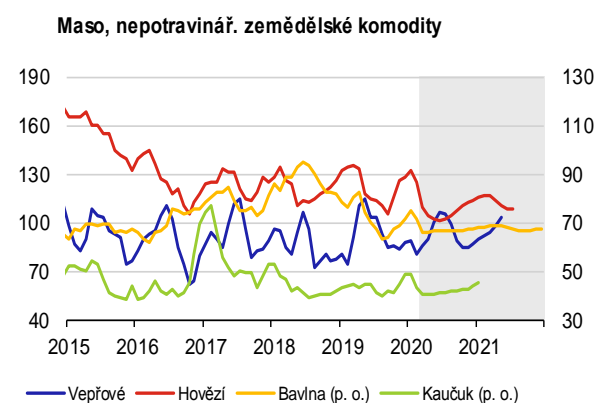
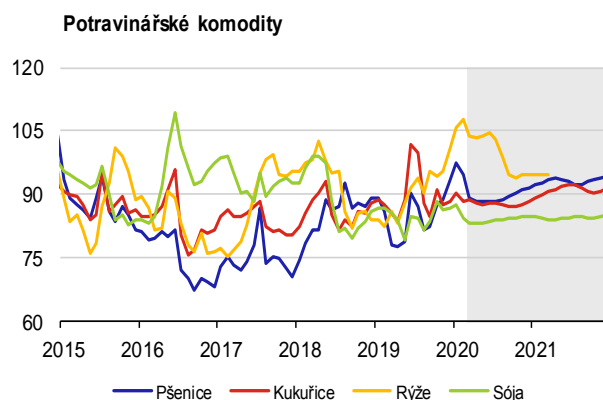
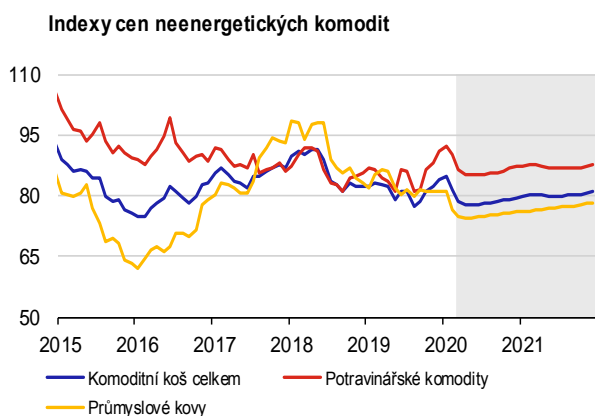
Poznámka: Cena ropy na ICE, průměrná cena plynu v Evropě – data Světové banky, vyhlazeno HP filtrem. Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD – odhad IEA. Produkce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

IV.2 Ostatní komodity

Průměrná cena zemního plynu v Evropě od začátku roku dále silně klesá a atakuje historická minima. Důvodem je přebytek plynu na trhu, který je umocněn nízkou poptávkou v důsledku údajně nejteplejší zimy na severní polokouli za minimálně čtyři dekády. Zásoby jsou tak silně nadstandardní a cenu snižuje i nízká cena ropy. Nižším tempem klesaly ceny uhlí, neboť pokles poptávky v Číně z důvodu nižší produkce elektřiny byl částečně kompenzován tamním poklesem těžby.

Souhrnný index cen neenergetických komodit v únoru i v první polovině března klesal, k čemuž přispěly obě jeho složky. Největší pokles dílčího indexu cen průmyslových kovů a většiny jeho složek se odehrál ve druhé polovině ledna, kdy čínská vláda stupňovala opatření proti šíření epidemie koronaviru, která omezila aktivitu tamního průmyslu. Ceny mědi a niklu klesaly i v důsledku růstu zásob na LME (u niklu až o třetinu). Největší dopad ale měla opatření čínské vlády na cenu železné rudy. Ta tak na konci ledna silně poklesla, poté však velkou část ztrát korigovala v důsledku růstu dovozu této komodity do Číny v lednu a únoru.

Pokles dílčího indexu potravinářských komodit byl více rozložený v čase a ceny jednotlivých složek se vyvíjely odlišně. Cena pšenice má klesající trend již od poloviny ledna. Cena kukuřice naopak s výjimkou druhé poloviny února od začátku roku více méně stagnovala. Cena rýže výrazněji poklesla až na začátku března. Cena sóji klesala celý leden, od té doby již jen silně kolísá. Po předchozím trendovém růstu začala ve druhé polovině února silně klesat cena cukru. Opačně se vyvíjela jen cena kávy, která od února roste. Cena vepřového masa silně klesla na konci ledna, ale v polovině února ztrátu korigovala. Naopak cena hovězího masa od poloviny února zrychlila svůj pokles.



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.

Stablecoins – brána mezi světem kryptoaktiv a konvenčních aktiv?¹

Stablecoin je digitální žeton (token) mající sloužit jako digitální platidlo se stabilní hodnotou v konvenčním měnovém vyjádření, zpravidla díky buďto přímému navázání na jedno či několik konvenčních aktiv nebo alespoň díky krytí takovým aktivem či aktivy. Většina stablecoinů funguje na principu blockchainu, což investorům umožňuje snáze s nimi obchodovat na kryptoburzách. V tomto článku se zabýváme vztahem stablecoinů k tradičním financím, různými zdroji poptávky po stablecoinech a zároveň i postavením digitálních měn centrálních bank (central bank digital currencies, CBDC) v ekosystému kryptoaktiv v podmínkách přítomnosti soukromých stablecoinů.

Úvod

Ačkoli první kryptoměny byly svými tvůrci propagovány jakožto inovativní forma peněžní směny, jejich skutečná atraktivita se zatím projevila v podobě snadno dostupné (i když spekulativní) investiční příležitosti. Naopak využitelnost kryptoaktiv k transakcím zatím většinou budila zklámání, a to nejen kvůli složitosti platebních postupů, ale i prohibitivní cenové volatilitě. Hlavní důvod posledně jmenovaného fenoménu, mimo pravidelně se nafukujících a následně praskajících cenových bublin, je spatřován v nejasné, pokud vůbec přítomné, vnitřní hodnotě první generace altcoinů (tzn. produktů jako Bitcoin, Ether a stovek jejich následovníků). Zlepšení je proto často očekáváno ze strany takové konstrukce digitálních měn, která zahrnuje jednoznačně identifikovatelná podkladová aktiva. Tímto způsobem vznikl i pojem stablecoin.

Stablecoin je třídou takových kryptoměn, které usilují o cenovou stabilitu zabudovanou přímo do své konstrukce.

Zrod stablecoinů souvisí se snahou spojit to nejlepší z obou světů: okamžité zpracování a bezpečí plateb nabízené kryptoměnami a nízkovolatilní transparentní hodnotu oficiálních měn. Stablecoiny jsou kryptoměny, které se snaží navázat svou cenu na nějakou referenční hodnotu. Referenčním aktivem může být měna (třeba americký dolar), komodita (například zlato) anebo jiné kryptoaktivum. Zmíněné cenové stability stablecoinů je dosahováno buď kolateralizací (krytím) anebo algoritmickým procesem nákupu a prodeje referenčního aktiva či jeho derivátů.² V současnosti existuje několik desítek stablecoinů obchodovaných aspoň na některých kryptoburzách. Velikost příslušných trhů není zrovna ohromující: největší z existujících stablecoinů má tržní kapitalizaci kolem 7 bil. USD zatímco například tržní kapitalizace největšího z altcoinů, tj. Bitcoinu, převyšuje 170 bil. USD. Na druhé straně se ale stablecoinové trhy co do velikosti již pohybují v podobném rozsahu hodnot jako trhy s největšími altcoinovými rivaly Bitcoinu (viz <https://coinmarketcap.com/currencies/>).

Prakticky každý existující nebo připravovaný stablecoin se prezentuje především jako platební prostředek, ačkoli úloha uchovávání hodnoty – plynoucí z jeho povahy, jež je aktivně vyhledávaná uživateli, je jimi jen tiše předpokládána. Také přístup oficiálních institucí ke stablecoinům prozatím vycházel z jejich potenciální či skutečné úlohy při zpracovávání plateb (především přeshraničních, viz BIS, 2019), zatímco funkce uchovávání hodnoty nebyla objektem běžné pozornosti. Jak se zdá, ekonomická stránka posledně jmenované funkce ještě není pochopena natolik, aby dala vzniknout nějakým vyhraněným postojům.

Klasifikace stablecoinů

Základní dělicí čára v množině stablecoinů prochází mezi kryptoměnami krytými a nekrytými. Posledně jmenované používají vlastní šifrovací techniky založené na blockchainech a decentralizované chytré kontrakty, aby prosadily zvolená oceňovací pravidla. Teoreticky vzato, dobře navržený nekrytý stablecoin dokáže udržovat svou hodnotu neomezeně dlouho nezávisle na celkovém vývoji na trzích krypto- a konvenčních aktiv. Na druhé straně, jejich použitelnost je do značné míry omezena na kryptosvět, pro nějž byly navrženy, a nezasahují tak přímo do oblasti platnosti oficiálních měn. Z toho důvodu nekryté stablecoiny v tomto článku dále nerozebíráme.

Další kategorií, která nemá pro tento článek velký význam, jsou stablecoiny kryté jinými kryptoměnami. Ty jsou v podstatě krypto-obdobou derivátů a tzv. ETF (*exchange-traded funds*) ze světa tradičních financí. Nejsou tudíž důležité pro ústřední téma tohoto příspěvku, kterým je spojení mezi krypto- a konvenčními měnami; namísto toho jsou zajímavé především pro profesionální obchodníky a krypto nadšence.

Obrázek 1 – Typy stablecoinů



¹ Autorem je Alexis Derviz. Názory obsažené v tomto článku jsou jeho osobní a nemusí nutně odrážet oficiální pozici ČNB.

² Další příklady stablecoinů jsou uvedeny např. v Bullmann a kol. (2019).

Dále existují stablecoiny založené tzv. na principu ražebného, jejichž provozovatelé dosahují stabilního ocenění svého tokenu za pomoci tržních operací (založených na chytrých kontraktech) na krypto burze, bez potřeby krytí.

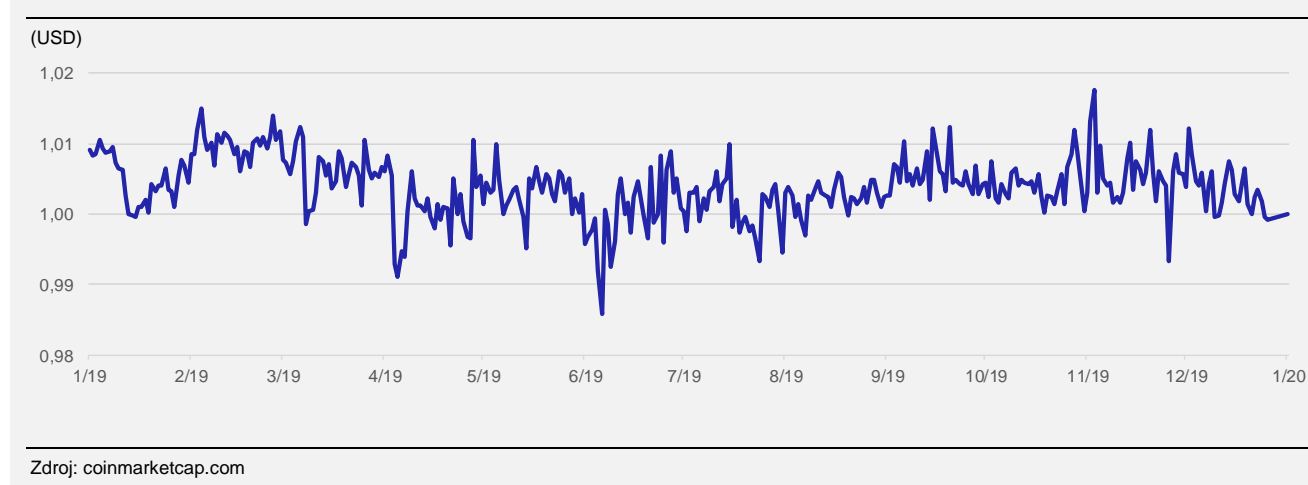
Ty jsou v podstatě kryptoverzí entit algoritmického obchodování, která slibuje stabilní hodnotu za proměnlivých tržních podmínek, a je tím pádem taktéž pouhým krypto derivátem, popřípadě sledovacím fondem (*tracking fund*) bez zvláštního vztahu ke zde diskutovanému tématu.

Uvnitř podtřídy kryté konvenčními aktivy je nejčastěji používáno výchozí rozdělení na soukromé a oficiální stablecoiny. V případě druhých jmenovaných se má v zásadě na mysli kategorie digitálních měn centrálních bank (CBDC). Je samozřejmě nutné mít jistotu, že to, co centrální banky nabízí pod hlavičkou CBDC, není pouhým alternativním fyzickým provedením hotovosti, nýbrž skutečně nástrojem směny nabízejícím nové funkcionality – co do přístupu, zaznamenávání transakcí a možností použití. Ve světle aktuálně existujících projektů CBDC lze učinit závěr, že CBDC jako takové nejsou podmnožinou stablecoinů v pravém slova smyslu, i když existuje neprázdný průnik (viz BIS, 2018, nebo Kumhof a Noone, 2018). Dokud jsou CBDC jednoduše digitální náhradou původních papírových platidel, nepředstavují žádnou významnou finanční inovaci. Na druhé straně, poněvadž krytí CBDC oficiálními rezervami je stejné jako to, které existuje pro dosavadní oficiální peníze, potom formálně vykazují klíčový atribut stablecoinu. Navíc, CBDC sdílí se soukromými stablecoiny (proklamovaný, ne nutně skutečný) záměr zjednodušit platební systém. Nicméně z hlediska pravého důvodu vzniku, CBDC (v první řadě – produkt pojmenovaný Digital Currency/Electronic Payment, neboli DCEP, jehož uvedení chystá čínská centrální banka) vypadají spíše jako pokus o protilátku vůči soukromým stablecoinům, nežli v dobře víře zaváděná konkurence.

Stablecoiny kryté oficiálními měnami

Nejvíce rozšířeny jsou stablecoiny kryté oficiálními měnami, což většinou znamená, že stablecoinová jednotka je směnitelná v poměru 1:1 za jednotku nějaké oficiální měny nebo koše měn. Nejznámějším příkladem je Tether (USDT, v době svých začátků v r. 2014 se prezentoval pod názvem RealCoin). Tvůrci Tetheru deklarovali záměr obsloužit ty uživatele bitcoinových nebo etherových blockchainů, kteří si přejí zachovat své účetnictví v amerických dolarech. (Není překvapením, že se tento nápad zrodil mezi provozovateli jedné z kryptoměnových burz, konkrétně Bitfinexu.) A tak USDT je tokenem, u kterého se předpokládá fixace na americký dolar. Ideálně by se jeden USDT také měl obchodovat na burzách přesně za 1,00 USD. Emitenti Tetheru zajišťují tento požadavek tím, že drží rezervní aktiva denominovaná v USD. Nicméně jelikož USDT není všeobecně přijímán na kryptoburzách (například, Coinbase v současnosti Tether nepodporuje), hloubka trhu s Tetherem je proměnlivá a nespolehlivá. Proto se transakční ceny Tetheru v efektivním vyjádření mohou někdy výrazně odchylovat od benchmarku (Obrázek 2).

Obrázek 2 – Cena Tetheru



Konstrukce Tetheru se snaží o poskytnutí řešení pro problému typu “nedosažitelné trojice”: kombinace fixního konverzního poměru, fixní ceny na sekundárním trhu a plného krytí rezervami. Nejbližší obdobou je pravděpodobně politika měnového výboru prováděná suverénním státem (přičemž stablecoin odpovídá národní měně a jeho krytí oficiálními měnami – devizovým rezervám). Nicméně, stát nepotřebuje provozovat měnový výbor jako výdělečný podnik a místo toho financuje svou spotřebu pomocí obyčejného zdanění. Naproti tomu emitenti Tetheru nemohou nikoho zdanit, zatímco poplatky, které dokážou vybírat pro účely křížového subvencování své kryptoměny (například z provozování Bitfinexu, kterému přítomnost USDT přivádí zákazníky) jsou sotva postačující, aby pokryly možnou ztrátu. Tato okolnost vzbuzuje podezření, že přinejmenším závazek plného krytí nemusí být plně kredibilní. Přesto Tether dokázal, že je atraktivním nástrojem pro ty, kteří hledají spojení svobody slibované finančnictvím založeným na kryptoměnách s (relativní) stabilitou účetnictví v oficiální měně. Kromě toho pochází velká část poptávky po Tetheru od profesionálních obchodníků s kryptoaktivy, kteří jej využívají v zajišťovacích operacích. Mimo tuto specifickou skupinu se sice ozývají hlasy označující

Tether za podvod (Masterthecrypto, 2019) a uvádějící na podporu tohoto tvrzení neprůhlednost jednání emitenta, proměnlivou a neuchopitelnou strukturu rezerv, spojení s pochybnými firmami a četné soudní pře. Nehledě na tyto hrozivě vyznívající informace, vyvolává převážná většina uživatelů Tetheru dojem dostatečné připravenosti na zvládnutí příslušného rizika, zatímco širší veřejnost v současnosti není exponována vůči USDT v podobné míře jak to bylo v jiných případech vůči předchozím objektům fintečové horečky na způsob P2P-půjček.

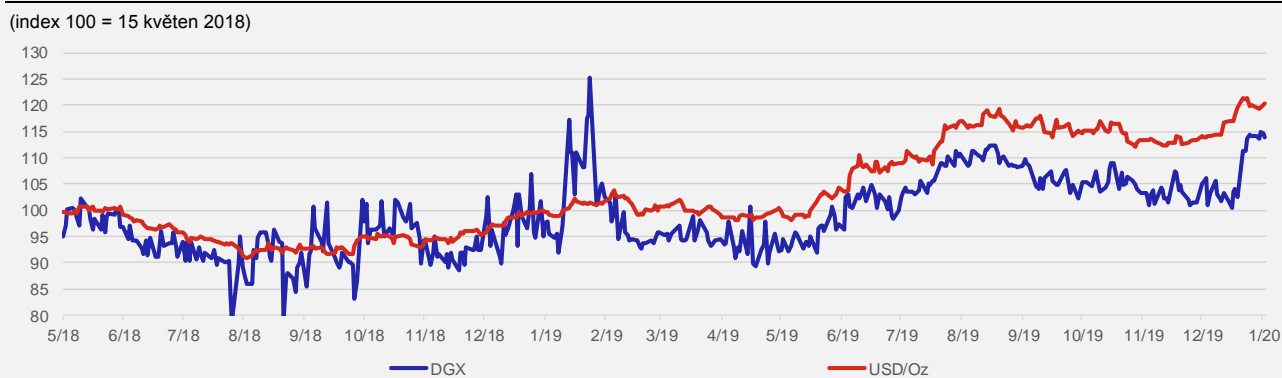
V současnosti existují jiné stablecoiny kryté oficiálními měnami (v celkovém počtu asi dvaceti) nabízející poněkud vyšší míru transparentnosti nežli Tether. Mezi příklady jsou USD Coin (USDC), Paxos Standard Token (PAX) nebo TrueUSD (TUSD). Nicméně jejich tržní kapitalizace zůstává nízká, což odráží jejich velmi nízký stupeň penetrace ve srovnání s Tetherem.

Stablecoiny zajištěné komoditami

Rezervy zajišťující tyto stablecoiny jsou nejčastěji buď drahé kovy (zlato) nebo energetické komodity (ropa). Tato kategorie má hodně výhod, jako je zástava v podobě hmotného statku, cenová stabilita odvozená od stability podkladového aktiva, a stejně tak příslib likvidity plynoucí z toho že ti, co obchodují s tokeny, ať už jsou to profesionálové nebo investoři v retailovém segmentu, přesně vědí, co nakupují a prodávají nezávisle na použitých technologiích a algoritmech. Nicméně nejdůležitější výhodou se zdá být to, že na rozdíl od stablecoinů krytých oficiálními měnami, při krytí komoditami se poskytovatelé nesnaží o zajištění nedosažitelné trojice. Vlastně vzhledem k pohybům cen komodit vyjádřených v oficiálních měnách by něco takového bylo sotva možné. Ceny stablecoinů zajištěných komoditami, jak by se také dalo přirozeně předpokládat, se pohybují pod vlivem jak změn cen podkladových aktiv, tak faktorů specificky vázaných na situaci příslušného tokenu (Obr. 3). Nutnost skladovat fyzický produkt, jakožto zajištění, přirozeně obnáší náklady stejně tak jako pravidelné audits a zároveň znamená centralizaci. Jinak řečeno, nelze očekávat, že stablecoiny zajištěné komoditami budou měnit majitele na decentralizované, neomezeně přístupné síti. Na druhou stranu se tokenizace obchodu s komoditami ukázala jako atraktivní proces z hlediska přístupu k trhu a likvidity.³

Největším v současnosti používaným stablecoinem zajištěným komoditou je Digix Gold Token (DGX). Avšak možná trochu překvapivě v porovnání s dobou před několika lety je DGX prakticky jediným ve své kategorii s tržní kapitalizací, která by stála za zmínku: To se pravděpodobně dá vysvětlit množstvím mezitím odhalených podvodných projektů v této oblasti, které dokázaly podkopat investorskou důvěrou v tento druh digitálních aktiv.

Obrázek 3 – Cenové indexy Digix Gold Tokenu a trojské unce zlata



Zdroj: coinmarketcap.com, Thomson Datastream

Iniciativa zvaná Libra

Za skutečně všeobecně rozšířený zájem o stablecoiny, který lze pozorovat od poloviny loňského roku, nevděčíme žádnému z již realizovaných projektů tolik jako poměrně vágně vyjádřenému záměru v podobě oznámení o Libře učiněné Facebookem v červnu 2019. Pro začátek, Facebook založil sdružení zvané Libra Association v Ženevě. Sdružení mělo 28 zakládajících členů včetně jmen jako Mastercard, PayPal, Visa, Spotify, Lyft, Uber, Coinbase, Andreessen Horowitz, Union Square Ventures, eBay a dalších velkých společností. Důvodem následného pozdvižení byla zjevně obrovská tržní síla korporace Facebook v řadě aktivit na internetu a z toho plynoucí očekávání rychlého a hlubokého globálního pronikání

³ Tady by se mělo rozlišovat mezi stablecoinem zajištěným komoditou a tzv. utilitním tokenem, který reprezentuje pohledávku ve formě komodity: o prvním jmenovaném se předpokládá, že bude zpravidla používán při transakcích místo peněz a pouze výjimečně konvertován do podkladového aktiva. Ve druhém případě je očekáváno, že utilitní token bude dříve či později směněn za podkladovou komoditu i když, v zásadě, může být obchodován na sekundárním trhu před touto konverzí. V případě komodit sloužících jakožto podkladové aktivum, utilitní tokeny jsou o hodně rozšířenější než stablecoiny. Což, samozřejmě, nevyklučuje, že se nějaký utilitní token jednoho dne začne používat jako prostředek směny a tím povýší na pozici stablecoinu, bude-li dostatečné množství subjektů akceptovat jej při transakcích. Koneckonců ve středověku oficiální peníze byly formálně vydávány coby pohledávky za produkci královských zlatých a stříbrných dolů a mincoven.

slíbeného produktu. Tato okolnost byla také příčinou zvýšené pozornosti ze strany regulátorů, která nakonec vyplašila několik prvotních prominentních korporátních podporovatelů (viz Fintechnews Singapore, 2019). V současnosti PayPal, Visa, Mastercard, eBay, Vodafone a řada dalších původních členů již nejsou součástí Libra Association.

Ve skutečnosti FB začal s experimenty v oblasti fintechu a platebních systémů ještě několik let před současnou iniciativou pod jménem Libra, a má příslušné projekty běžící formálně nezávisle na Libře. Například, dceřiná firma Facebooku WhatsApp rozjíždí v Indii aplikaci Whatsapp Pay v kategorii P2P-plateb s výhledem i na další asijské trhy. Tyto kroky podniknuté, na rozdíl od Libry, s nulovou snahou o publicitu, ilustrují autentický zájem Facebooku o expanzi do oblasti online plateb v ekonomikách, v nichž se těší největším tržním podílům. A pro tyto již běžící a plánované aplikace z oblasti označované jako internet hodnot je Libra pouze jedním, a možná ani ne nezbytně potřebným, nástrojem.⁴ Minulá zkušenost (například přerušení v červnu 2019 podobného experimentu s P2P-platbami v Evropě na základě Messengeru, zatímco stejné pilotní služby v USA stále běží již pátým rokem) ukazuje, že o finální verzi stablecoinu podporovaného Facebookem ještě zdaleka není rozhodnuto.

To, co v současnosti víme o konstrukci Libry naznačuje, že je opravdu zamyšlena jako stablecoin. Libra chce používat DLT (distributed ledger technology) pro vypořádání plateb mezi partnerskými společnostmi. K ní bude patřit digitální peněženka zvaná Calibra. Nové jednotky Libry se budou vytvářet na základě poptávky: vznikne-li taková poptávka po nových Librách, potom členové Libra Association budou muset vytvořit nové jednotky. Na druhé straně, Libra nebude decentralizovaná; bude se jednat o centralizovaný blockchain spravovaný ze strany Libra Association, která tímto bude de facto působit jako centrální banka. FB zamýšlí čelit volatilitě své kryptoměny krytím pomocí koše měn a cennými papíry, které emituje US Treasury. Informace ohledně mechanismu konverze nebo konverzního poměru (natož pak slib fixace) zatím chybějí, což dává tušit, že mezi záměry tvůrců zřejmě nepatří dříve zmiňovaná nedosažitelná trojice.

Digitální infrastruktura plateb a stablecoiny

Ještě dávno před Librou, společnost Ripple nabízela mezinárodní platby a pak i příslušnou účetní jednotku, XRP, ze které se postupně vyvinula spojovací kryptoměna. Původně se rétorika zakladatelů Ripplu točila kolem nového rychlého prostředku přeshraničních peněžních převodů schopného proniknout i do těch nejdlehlších koutků světa, kam se tradiční banky zdráhaly (nebo pokládaly za příliš riskantní a nákladné) vstupovat. V těchto intencích zahrnovala cílovaná klientská základna pracovní migranty z nízkopříjmových rozvojových zemí hledajících způsob posílat domů výděly bez nutnosti platit likvidační bankovní poplatky. Z dnešního pohledu vypadá tato propagační strategie téměř jako první verze pozdějšího marketingového kroku použitého pro Libru. Nicméně, nakonec to byly právě banky, a ne soukromé osoby, kdo nejvíce využil výhod levného a rychlého platebního systému nabízeného Ripplem, a tak banky a jiní korporátní zákazníci v současnosti tvoří základ klientské komunity Ripplu.⁵ V případě Ripplu, digitální infrastruktura předcházela měně. Posledně jmenovaná ani nepotřebovala být zajištěným stablecoinem v pravém slova smyslu, protože její vnitřní hodnota již byla vytvořena transakčními službami, které zpřístupňovala. Presto, vzhledem k již zmíněné specifické skladbě uživatelů, XRP zatím nevypadá jako skutečná univerzální digitální měna, což činí z jejího formálního zařazení dle kritérií stablecoinů více-méně akademickou otázkou.

Vedle toho, mnohé stablecoiny nedisponují vlastní platební infrastrukturou a místo toho si spoléhají na již existující blockchainové algoritmy, digitální peněženky a kryptoburzy. Klíčovou vlastností určující tržní úspěch stablecoinu se navíc ukázalo být jeho ukotvení na kryptoburze, ne na platební platformě. Dvě z dnešních první desítky stablecoinů zajištěných oficiálními měnami, Tether a Gemini, byly přímo spuštěny operátory kryptoburzy. To znamená, že pevné spojení stablecoinů s platebními službami, které momentálně převládá v obecném povědomí, je z velké míry důsledkem na jedné straně příslušného PR-vyobrazení Libry Facebookem a na druhé straně automatické reakce těch centrálních bank, které toto pojetí převzaly a prezentují své CBDC-projekty jakožto rozšíření platebních systémů, které provozují. Role stablecoinů jakožto spojnice mezi krypto- a oficiálními měnami, i když se ukazuje jako přinejmenším stejně důležitá jako jejich role při usnadnění platebního styku, zůstává naopak neprozkoumána na dostatečně obecné úrovni.

Proč vůbec existuje poptávka po stablecoinech?

Při pohledu na existující konstrukce stablecoinů se nelze ubránit některým jednoduchým otázkám ohledně samotného důvodu jejich vzniku. Nedošlo náhodou pouze ke znovuobjevení obchodního bankovníctví a soukromých platidel z dob tzv. free-banking, jen obohacených o technologie digitálního věku? Jakkoli mohou uživatelé stablecoinů těžit z výhod propojení soukromí poskytovaného kryptoaktivity a stability oficiálních měn, jak mohou přežívat a vydělávat si na živobytí jejich tvůrci, vezmeme-li v potaz, že plně krytí kteréhokoli, nejen digitálního aktiva jeho emitentem, pokud je

⁴ V tomto ohledu vypadá Libra Association jako druh Trojského koně, tj. jako pokus FB opticky upozadit svou roli, určený pro ty jurisdikce, v nichž momentálně čelí restrikcím či rovnou zákazům, například pro Čínu.

⁵ Původní Ripplův étos decentralizace a open-source kódu byl následně převzat společností Stellar, která se od něj odštěpila a od té doby zdůrazňuje své zaměření na retailové klienty. A tak se zdá, že Libra kráčí ve šlépějích nejen jednoho předchůdce, nýbrž následuje širší směr fintechovského myšlení. Hlavní rozdíl je v tom, že jak Ripple, tak Stellar jsou top-down projekty (postupují od technického řešení k zákazníkům), zatímco Libra je bottom-up projektem (začíná obrovskou existující klientskou základnou a pokračuje vývojem technického řešení).

nabízeno zadarmo, ve finančním světě nikdy neobstálo (právě z tohoto důvodu se například zlomkové krytí vkladů rezervami v bankách nevyhnutelně stalo normou)? Dále, ve všech reálně existujících případech stablecoinů vidíme kompromis mezi kredibilitou zajištění a decentralizací: transparentní a spolehlivě pojaté zajištění vidíme jen tam, kde je stablecoin provozován centralizovaně. Je potom syntéza decentralizace (kvůli které jsou kryptoaktiva především ceněná jejich fanoušky) a cenově stabilního zajištění (bez kterého nelze doufat v akceptaci ze strany široké veřejnosti, u níž tradičně převládá averze vůči riziku) vůbec reálná za standardních tržních podmínek? Pochopitelně, dějiny stablecoinů (a kryptoaktiv obecně) jsou zatím příliš krátké na spolehlivou odpověď. Celkem to zatím nevypadá, že by poptávka po stablecoinech byla náchylná k náhlým výpadkům bez ohledu na jakékoli turbulence na straně konvenčního finančnictví. Na druhé straně se ale zdá, že tato poptávka spěje neochvějně ke koncentraci do skupiny sofistikovaných profesionálních investorů. Jinými slovy, transakce se stablecoiny začínají hrát podružnou úlohu vůči úpravám stablecoinových portfolií, včetně zajišťovacích operací.

Jak se cíle veřejného a soukromého sektoru prolínají v oblasti stablecoinů?

Uživatelé stablecoinů očekávají, že budou těžit z bezpečí a decentralizace tokenů sídlících na blockchainech a zároveň ze stability a srozumitelnosti oficiálních měn. Lze proto tušit, že stablecoiny jsou atraktivním nástrojem pro lidi žijící v hospodářsky nestabilních a politicky represivních podmínkách, poněvadž se o stablecoinech předpokládá, že spojují oběh neomezený státními hranicemi a nezávislost na oficiální moci se snadno zjištělnou referenční hodnotou. Nicméně by bylo naivní věřit, že tento nejlepší z možných světů dokáže existovat neomezeně dlouho a bez výrazných nákladů či kompromisů. Zaprvé, nejen soukromé osoby předvádí značnou invenci při vyhýbání se kontrole ze strany státních autorit, ale také státní autority se dříve či později naučí překonávat úhybná opatření poddaných, i když většinou se zpožděním. Zadruhé, aktiva používaná pro ukotvení hodnoty stablecoinů sama podléhají volatilitě, takže každá kotva je relativní. Žádný stablecoin není schopen vytvořit vlastní bezpečný přístav, pouze využívat nějaký již existující.

Prozatím aktivity policymakerů v oblasti vývoje stablecoinů spočívaly v lepším případě v pouhé reakci na pozorované procesy. Podíváme-li se na dokumenty vydané k tomuto tématu různými mezinárodními institucemi, nemůžeme přehlédnout asymetrii: zatímco soukromé iniciativy neustále hlásily či již také implementovaly nové produkty, policymakeři hlavně vydávaly deklarace svých přání ohledně toho, jak tyto produkty mají vypadat a jakým podmínkám mají vyhovět (BIS, 2018, nebo Adrian a Mancini-Griffoli, 2019). Jako kdyby někdo v kryptovesmíru se až tolik zajímal o možnost těmto přáním vyhovět. Ve skutečnosti vzniká silné podezření, že z prostředí vývojářů a prodejců se o to stěží někdo výrazně starší. Počínaje dobou úspěšného startu a hromadného rozšíření prvních kryptoměn soukromý sektor může, přeje-li si to, ale nemusí, respektovat pravidla stanovovaná emitenty oficiálních měn nebo státních autorit, které jsou jejich zřizovateli. Samozřejmě, pokud jde o CBDC, iniciativy se ujímají samotné tradiční měnové autority. Nicméně, stále zůstává nezodpovězena otázka spojnice čili mostu mezi soukromými a oficiálními digitálními měnami, a momentálně to vypadá tak, že oficiální strana potřebuje takový most více než soukromá. Dokud je podnikání kryptoburz dostatečně odolné na to, aby působilo mimo regulační rámec, pak bez ohledu na občasný úřední "sestřelení" toho či onoho jednotlivého subjektu, jsou také CBDC vydány na milost provozovatelům soukromých stablecoinů. Je možné, že skutečně udržitelná koexistence s ekosystémem soukromých stablecoinů, přinejmenším v nejbližší budoucnosti, bude dopřána jenom CBDC s omezeními, nejlépe nulovými ambicemi co se týče sociálního inženýrství, poněvadž cokoli jiného dokáže spolehlivě odradit plaché obyvatele kryptosvěta. To znamená, že se soukromé stablecoiny budou ochotny propojit s takovými CBDC, které zaručí rychlejší platby, větší rozšíření a právní záruky, ne s takovými, jejichž sponzorující centrální banky usilují o zákaz hotovosti a uvalení záporných úrokových sazeb na vklady za účelem zdanění či "potrestání" vkladatelů.

Závěr

Stejně jako v případě mnoha jiných objevů v oblasti fintechu, i stablecoiny získaly popularitu v jiném kontextu než ten, pro který byly zamyšleny a vyprojektovány. Když jsou stablecoiny používány jako zajišťovací nástroj při obchodech s altcoiny, většinou se tak děje proto, že transakční infrastruktury těchto dvou druhů aktiv si jsou mnohem blíže navzájem než k jejich obdobám existujícím pro kterýkoli tržní segment využívající oficiální měnu a ne proto, že by existovala nějaká vrozená výhoda stablecoinů jakožto bezpečných aktiv v absolutním vyjádření. Proto, pokud by se objevila CBDC, jejíž provozovatel by byl ochoten ujít nutnou vzdálenost k ekosystému altcoinů ve smyslu kryptokonektivity, ovšem v kombinaci s důvěryhodně zajištěným soukromím uživateli, potom se část a snad dokonce i většina momentálně existujících stablecoinů mohou ukázat jako nadbytečné.

Zdroje

Adrian, T. and T. Mancini-Griffoli (2019) Digital Currencies: The Rise of Stablecoins. IMF blogs (September), <https://blogs.imf.org/2019/09/19/digital-currencies-the-rise-of-stablecoins/>.

BIS (2018) Central bank digital currencies. Committee on Payments and Market Infrastructures, Markets Committee (March). <https://www.bis.org/cpmi/publ/d174.pdf>.

BIS (2019) Investigating the impact of global stablecoins. G7 Working Group on Stablecoins (October). <https://www.bis.org/cpmi/publ/d187.htm>.

Bullmann, D., J. Klemm and A. Pinna (2019), "In search of stability in crypto-assets: are stablecoins the solution?", ECB Occasional Paper Series, No 230.

Kumhof, M., and C. Noone (2018) Central bank digital currencies — design principles and balance sheet implications. Bank of England. Staff Working Paper No. 725 (May).

Fintechnews Singapore (2019) From Libra to WhatsApp Pay — A Glance at Facebook's Fintech Play (August). <https://fintechnews.sg/33264/blockchain/facebook-libra-whatsapp-pay-fintech/>.

Masterthecrypto (2019) Tether crypto: USDT stablecoin comparison + Bitfinex story. <https://masterthecrypto.com/tether-usdt/>.

Klíčová slova

stablecoin, oficiální měna, zajištění, kryptoburza, CBDC

Klasifikace JEL

G19, G23, G29

A1. Změna predikcí pro rok 2020

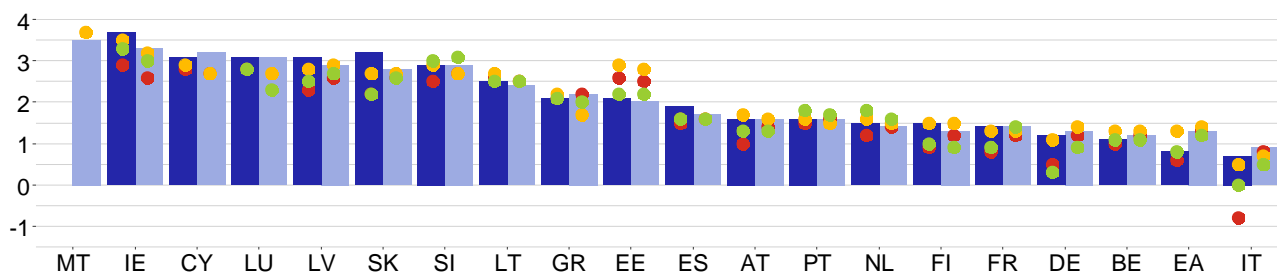
	Růst HDP, %				Inflace, %											
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU								
EA	-0,3	2020/3	-0,1	2020/1	-0,3	2020/3	-0,3	2020/3	-0,1	2020/3	-0,2	2019/10	-0,4	2019/11	0	2020/3
		2020/2		2019/10		2020/2		2019/11		2020/2		2019/4		2019/5		2019/12
US	-0,3	2020/3	-0,1	2020/1	-0,1	2020/3	0	2019/12	-0,2	2020/3	-0,4	2019/10	0	2019/11	0	2019/12
		2020/2		2019/10		2019/11		2019/9		2020/2		2019/4		2019/5		2019/9
UK	-0,3	2020/3	0	2020/1	-0,2	2020/3	-0,5	2020/1	-0,1	2020/3	-0,1	2019/10	+0,3	2019/11	0	2020/1
		2020/2		2019/10		2019/11		2019/11		2020/2		2019/4		2019/5		2019/11
JP	-1,0	2020/3	+0,2	2020/1	-0,4	2020/3	+0,2	2020/1	-0,2	2020/3	-0,2	2019/10	-0,4	2019/11	-0,1	2020/1
		2020/2		2019/10		2019/11		2019/10		2020/2		2019/4		2019/5		2019/10
CN	-0,4	2020/3	+0,2	2020/1	-0,8	2020/3	-0,5	2020/2	+0,2	2020/3	-0,1	2019/10	+0,1	2019/11	+0,3	2020/2
		2020/2		2019/10		2019/11		2020/1		2020/2		2019/4		2019/5		2020/1
RU	0	2020/3	0	2020/1	-0,4	2020/3	0	2020/3	0	2020/3	-1,0	2019/10	0	2019/11	-0,2	2020/3
		2020/2		2019/10		2019/11		2020/1		2020/2		2019/4		2019/5		2020/1

A2. Změna predikcí pro rok 2021

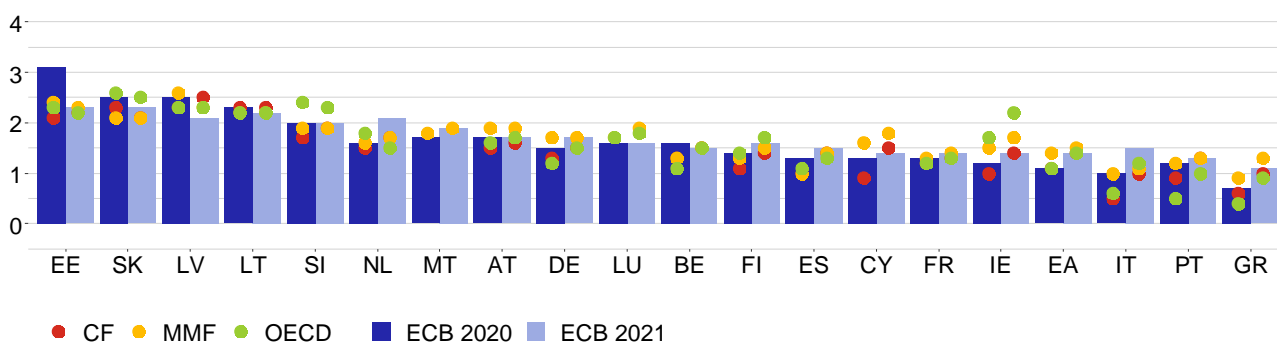
	Růst HDP, %				Inflace, %											
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU								
EA	-0,3	2020/3	-0,1	2020/1	-0,3	2020/3	-0,3	2020/3	-0,1	2020/3	-0,2	2019/10	-0,4	2019/11	0	2020/3
		2020/2		2019/10		2019/11		2019/12		2020/2		2019/4		2019/5		2019/12
US	-0,3	2020/3	-0,1	2020/1	-0,1	2020/3	0	2019/12	-0,2	2020/3	-0,4	2019/10	0	2019/11	0	2019/12
		2020/2		2019/10		2019/11		2019/9		2020/2		2019/4		2019/5		2019/9
UK	-0,3	2020/3	0	2020/1	-0,2	2020/3	-0,5	2020/1	-0,1	2020/3	-0,1	2019/10	+0,3	2019/11	0	2020/1
		2020/2		2019/10		2019/11		2019/11		2020/2		2019/4		2019/5		2019/11
JP	-1,0	2020/3	+0,2	2020/1	-0,4	2020/3	+0,2	2020/1	-0,2	2020/3	-0,2	2019/10	-0,4	2019/11	-0,1	2020/1
		2020/2		2019/10		2019/11		2019/10		2020/2		2019/4		2019/5		2019/10
CN	-0,4	2020/3	+0,2	2020/1	-0,8	2020/3	-0,5	2020/2	+0,2	2020/3	-0,1	2019/10	+0,1	2019/11	+0,3	2020/2
		2020/2		2019/10		2019/11		2020/1		2020/2		2019/4		2019/5		2020/1
RU	0	2020/3	0	2020/1	-0,4	2020/3	0	2020/3	0	2020/3	-1,0	2019/10	0	2019/11	-0,2	2020/3
		2020/2		2019/10		2019/11		2020/1		2020/2		2019/4		2019/5		2020/1

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2020 a 2021, %



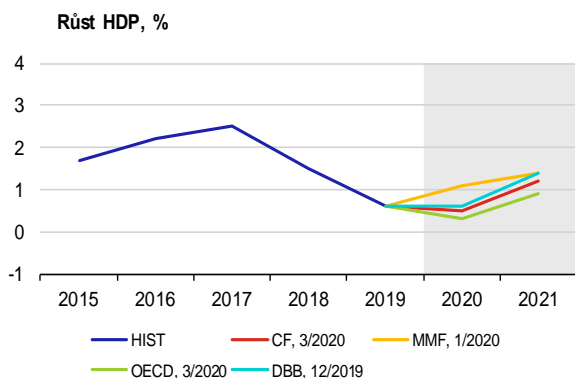
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2020 a 2021, %



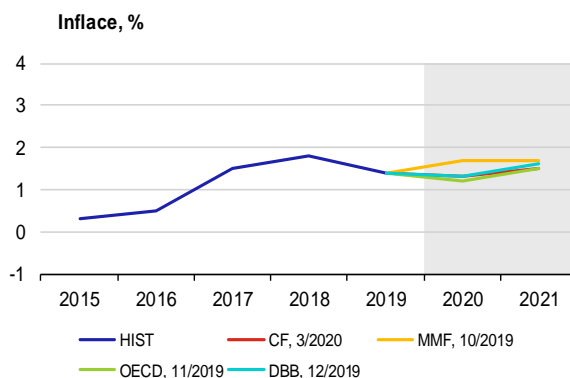
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Německo

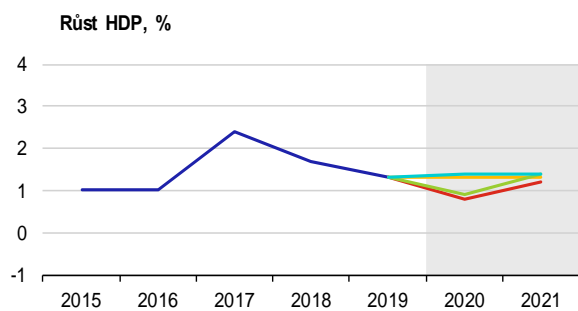


	CF	MMF	OECD	DBB
2020	0,5	1,1	0,3	0,6
2021	1,2	1,4	0,9	1,4

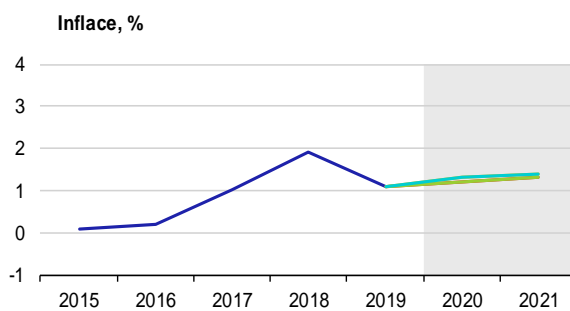


	CF	MMF	OECD	DBB
2020	1,3	1,7	1,2	1,3
2021	1,5	1,7	1,5	1,6

Francie

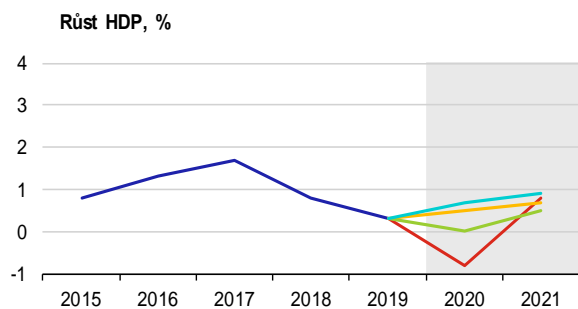


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,8	1,3	0,9	1,4
2021	1,2	1,3	1,4	1,4

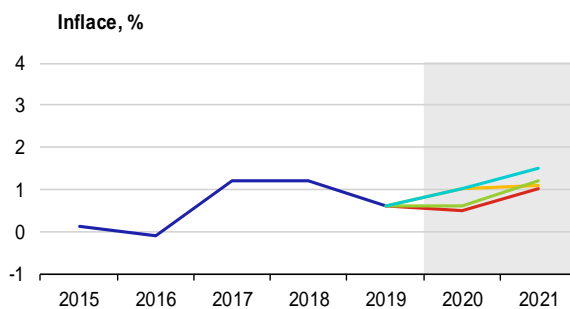


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,2	1,3	1,2	1,3
2021	1,3	1,4	1,3	1,4

Itálie

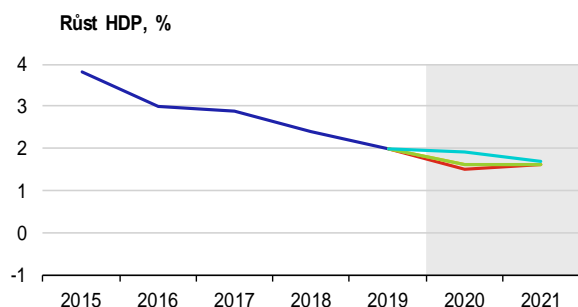


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-0,8	0,5	0,0	0,7
2021	0,8	0,7	0,5	0,9

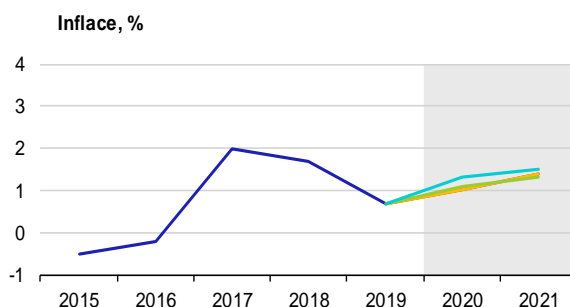


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,5	1,0	0,6	1,0
2021	1,0	1,1	1,2	1,5

Španělsko

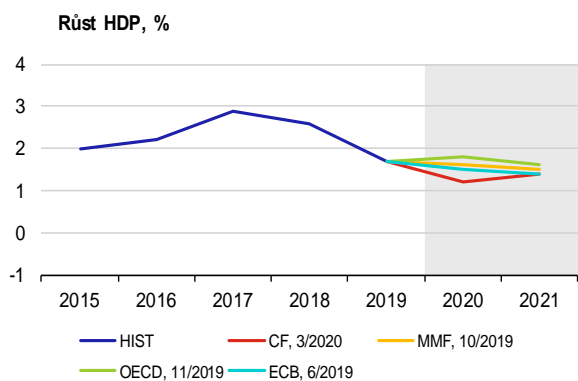


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,5	1,6	1,6	1,9
2021	1,6	1,6	1,6	1,7

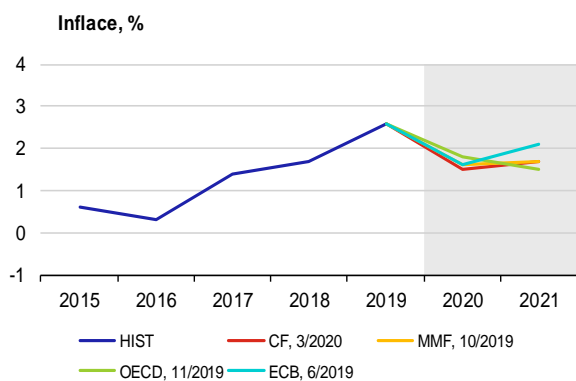


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,0	1,0	1,1	1,3
2021	1,4	1,4	1,3	1,5

Nizozemsko

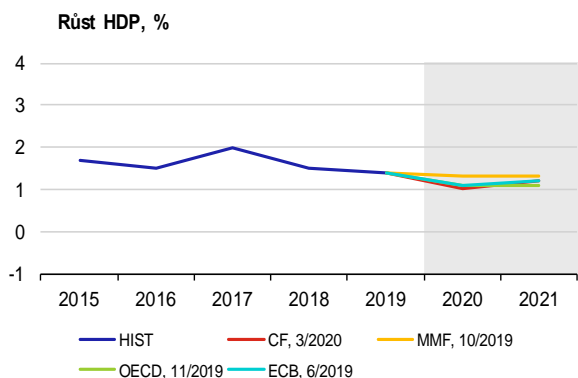


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,2	1,6	1,8	1,5
2021	1,4	1,5	1,6	1,4

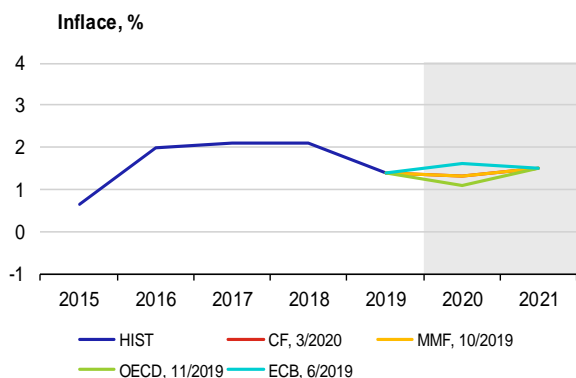


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,5	1,6	1,8	1,6
2021	1,7	1,7	1,5	2,1

Belgie

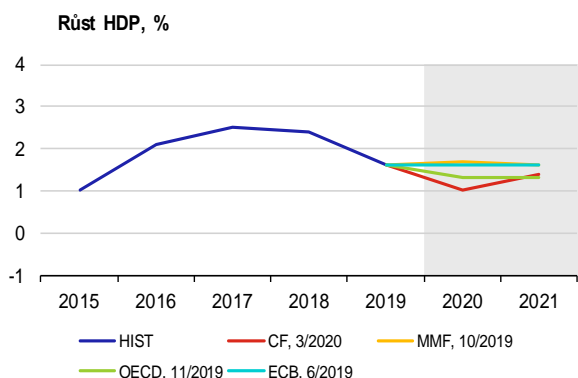


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,0	1,3	1,1	1,1
2021	1,2	1,3	1,1	1,2

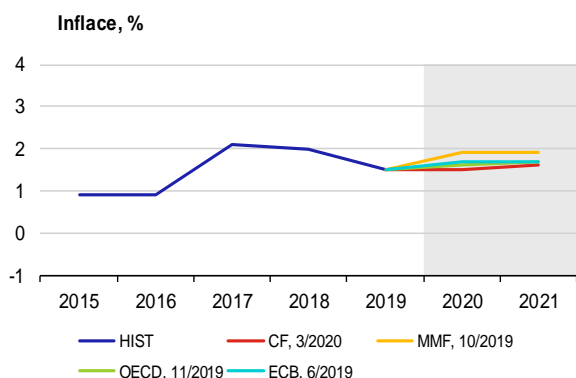


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,3	1,3	1,1	1,6
2021	1,5	1,5	1,5	1,5

Rakousko

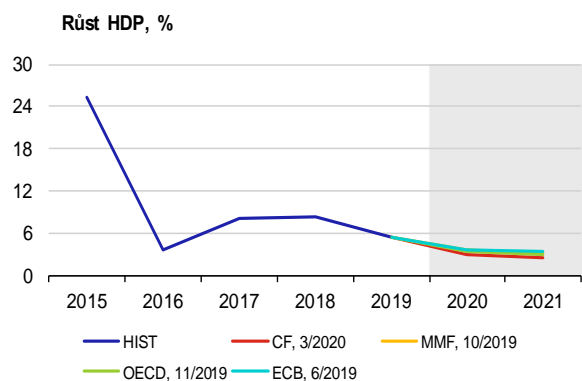


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,0	1,7	1,3	1,6
2021	1,4	1,6	1,3	1,6

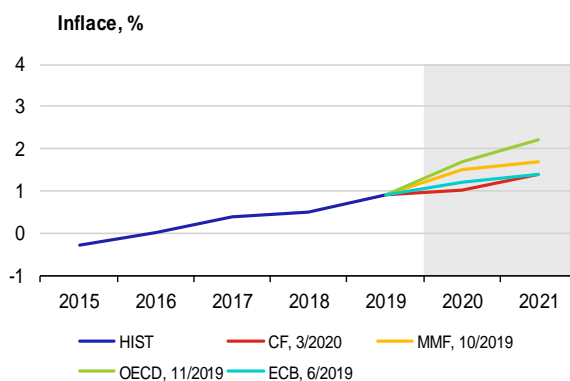


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,5	1,9	1,6	1,7
2021	1,6	1,9	1,7	1,7

Irsko

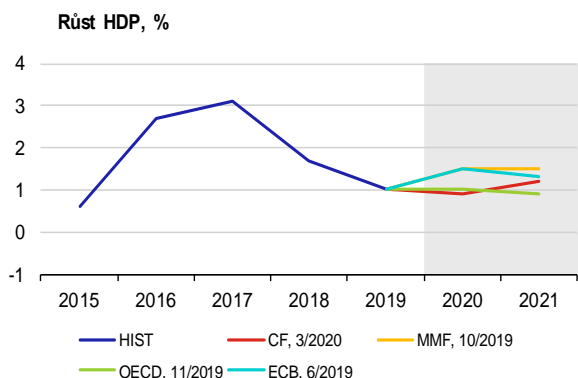


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	2,9	3,5	3,3	3,7
2021	2,6	3,2	3,0	3,3

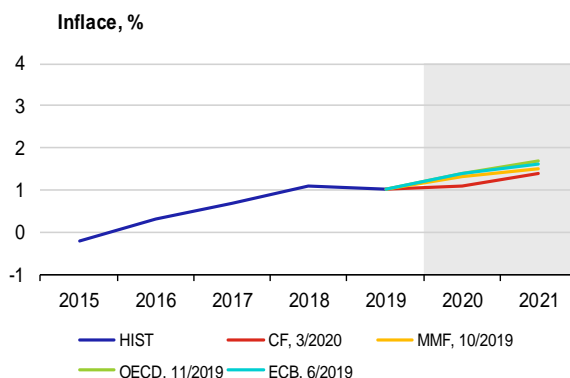


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,0	1,5	1,7	1,2
2021	1,4	1,7	2,2	1,4

Finsko

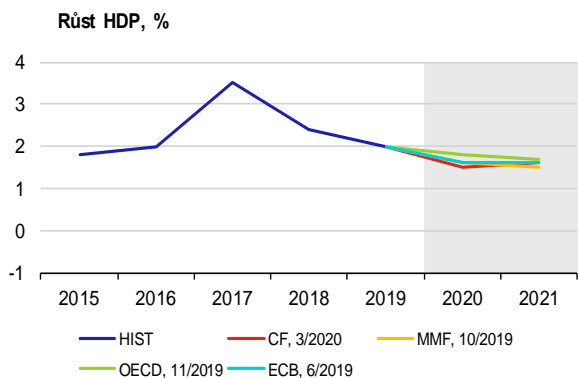


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,9	1,5	1,0	1,5
2021	1,2	1,5	0,9	1,3

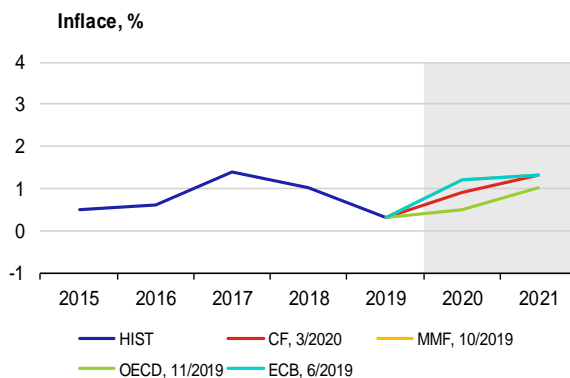


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,1	1,3	1,4	1,4
2021	1,4	1,5	1,7	1,6

Portugalsko

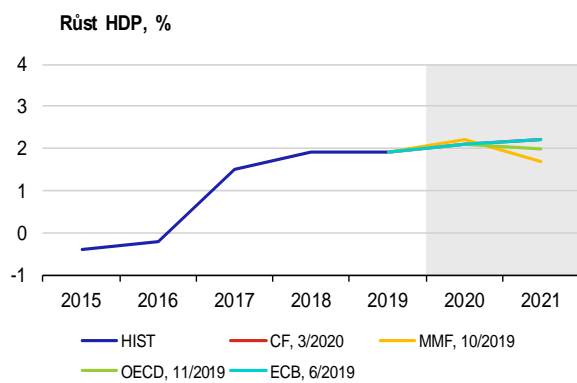


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,5	1,6	1,8	1,6
2021	1,6	1,5	1,7	1,6

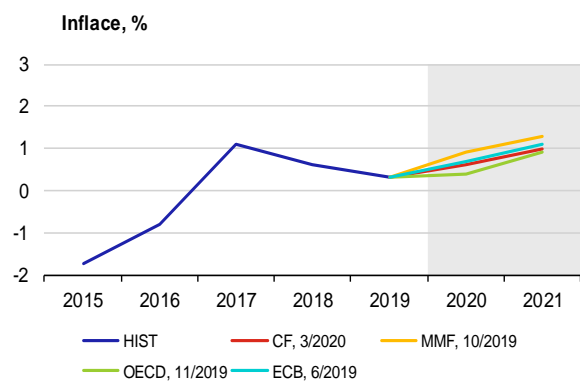


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,9	1,2	0,5	1,2
2021	1,3	1,3	1,0	1,3

Řecko

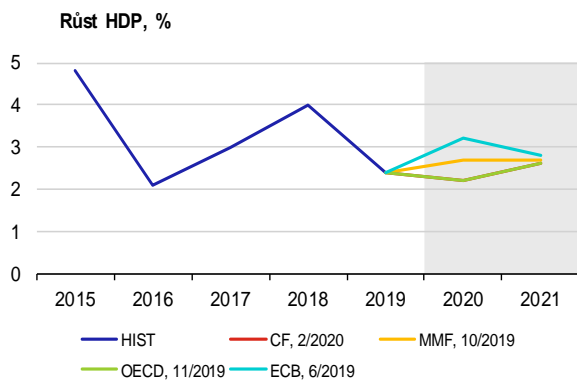


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	2,1	2,2	2,1	2,1
2021	2,2	1,7	2,0	2,2

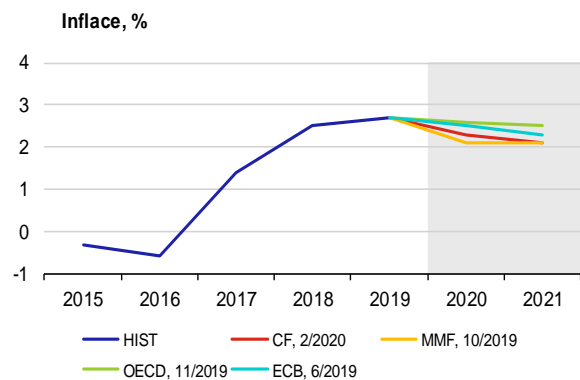


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,6	0,9	0,4	0,7
2021	1,0	1,3	0,9	1,1

Slovensko

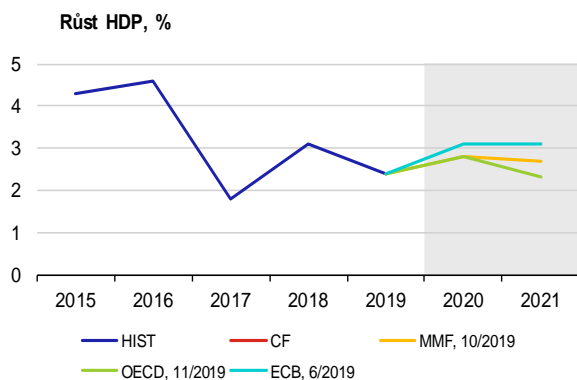


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	2,2	2,7	2,2	3,2
2021	2,6	2,7	2,6	2,8

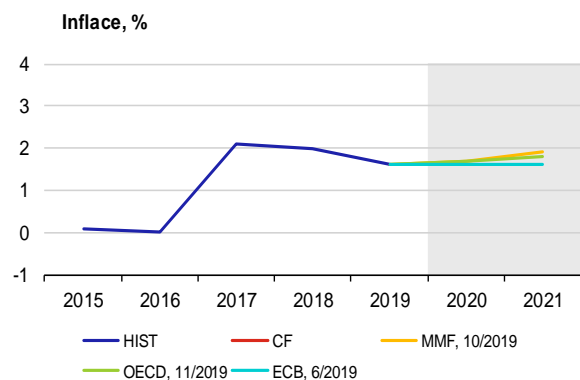


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	2,3	2,1	2,6	2,5
2021	2,1	2,1	2,5	2,3

Lucembursko

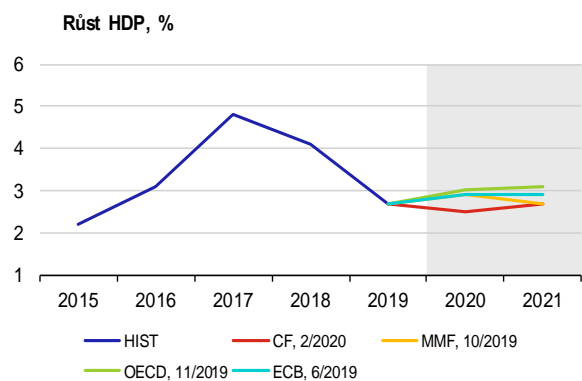


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	n. a.	2,8	2,8	3,1
2021	n. a.	2,7	2,3	3,1

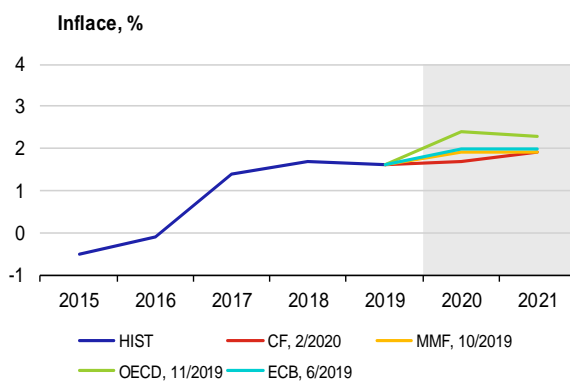


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	n. a.	1,7	1,7	1,6
2021	n. a.	1,9	1,8	1,6

Slovensko

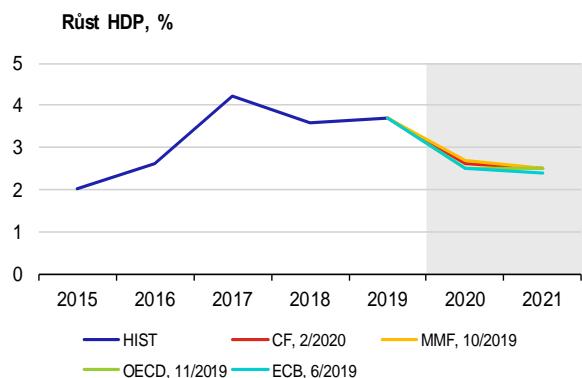


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	2,5	2,9	3,0	2,9
2021	2,7	2,7	3,1	2,9

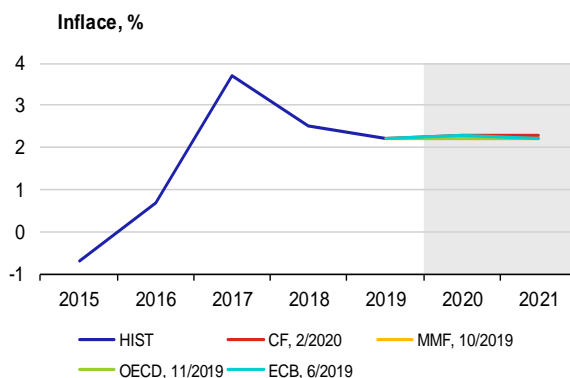


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,7	1,9	2,4	2,0
2021	1,9	1,9	2,3	2,0

Litva

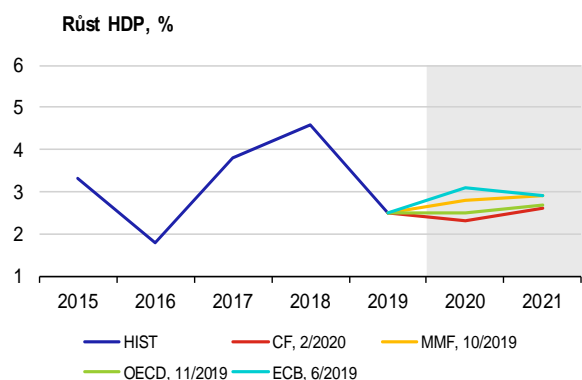


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	2,6	2,7	2,5	2,5
2021	2,5	2,5	2,5	2,4

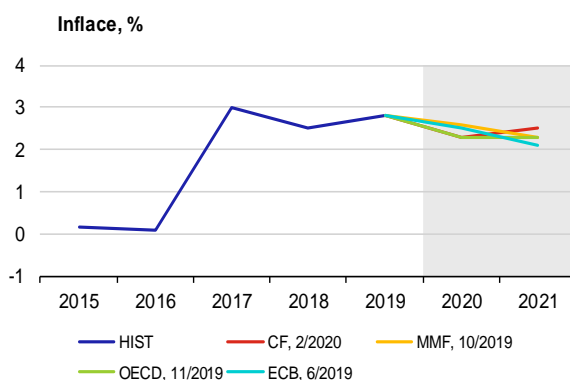


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	2,3	2,2	2,2	2,3
2021	2,3	2,2	2,2	2,2

Lotyšsko

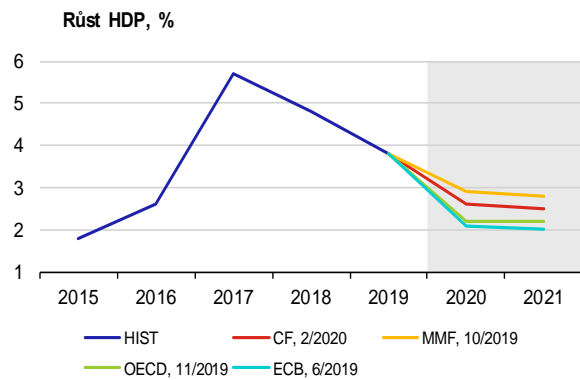


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	2,3	2,8	2,5	3,1
2021	2,6	2,9	2,7	2,9

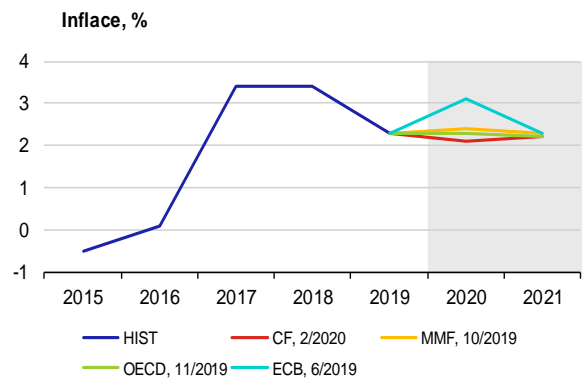


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	2,3	2,6	2,3	2,5
2021	2,5	2,3	2,3	2,1

Estonsko

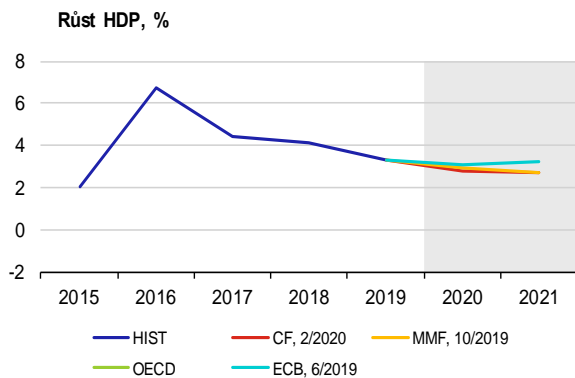


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	2,6	2,9	2,2	2,1
2021	2,5	2,8	2,2	2,0

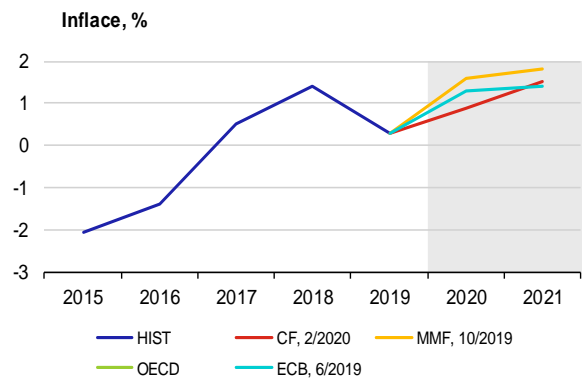


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	2,1	2,4	2,3	3,1
2021	2,2	2,3	2,2	2,3

Kypr

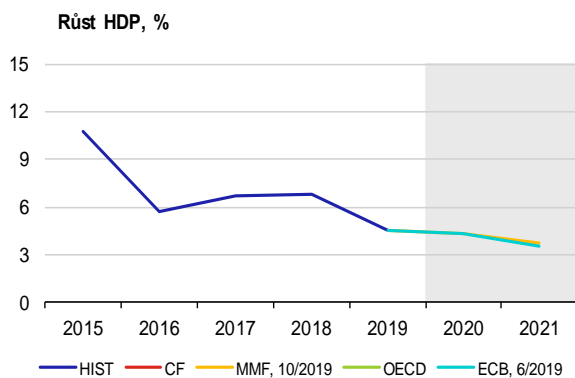


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	2,8	2,9	n. a.	3,1
2021	2,7	2,7	n. a.	3,2

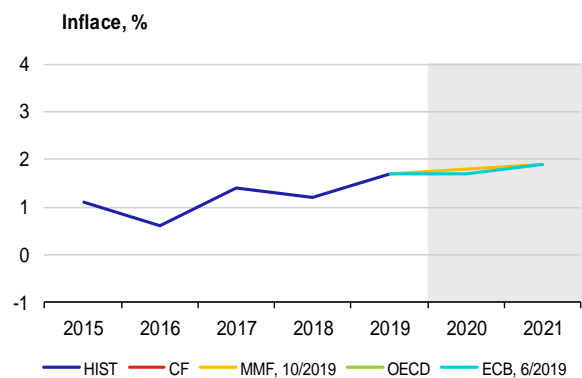


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,9	1,6	n. a.	1,3
2021	1,5	1,8	n. a.	1,4

Malta



	CF	MMF	OECD	ECB
2020	n. a.	4,3	n. a.	4,3
2021	n. a.	3,7	n. a.	3,5



	CF	MMF	OECD	ECB
2020	n. a.	1,8	n. a.	1,7
2021	n. a.	1,9	n. a.	1,9

A5. Seznam zkratek použitých 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 vyvážících 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