

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – SRPEN

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2019

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 a zemní plyn	10
IV.2 Ostatní komodity	11
V. Zaostřeno na...	12
Jaké změny ve finančním zprostředkování dokáže přinést fintech?	12
A. Přílohy	18
A1. Změna predikcí pro rok 2019	18
A2. Změna predikcí pro rok 2020	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

16. srpna 2019

Sběr dat CF

12. srpna 2019

Datum publikace GEVu

23. srpna 2019

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
Pavla Růžičková	Editorka, II.3 Spojené království
Filip Novotný	II.1 Eurozóna
Soňa Benecká	II.2 Spojené státy, II.5 Čína
Oxana Babecká	II.4 Japonsko, II.6 Rusko
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...

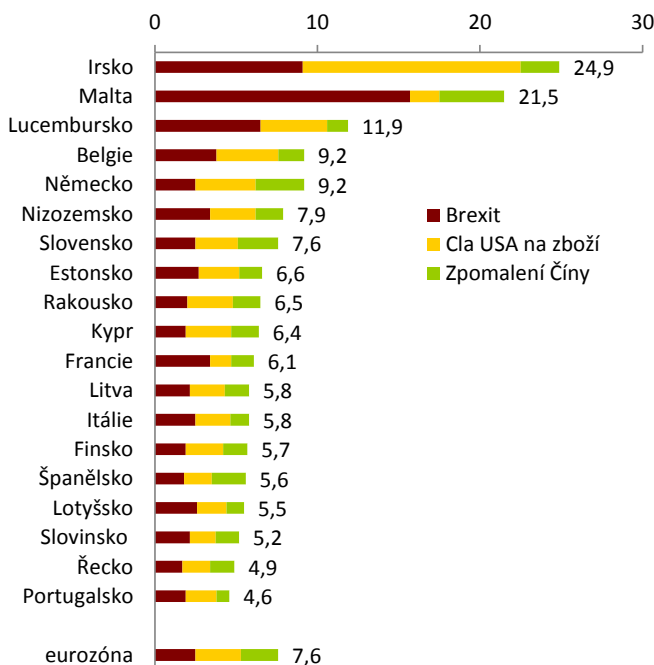
I. Úvod

Srpen v souhrnu přinesl zvýšení geopolitických rizik, i když rétorika v jednom z těch nejdůležitějších – v oblasti obchodních sporů mezi Spojenými státy a Čínou – se výrazně změnila.

Americký prezident nejprve prohlásil, že USA nejsou připraveny na uzavření dohody s Čínou, aby posléze přijal rozhodnutí o odložení zavedení nových cel na některé čínské zboží až na polovinu prosince. Čínská strana „přilila olej do ohně“, když nejprve označila postoj USA za odporující dřívějším dohodám ze summitu G20 a ohlásila zavedení nezbytných protipatření. Následně však své výroky korigovala a projevila víru v obnovení dialogu a dosažení kompromisu. Geopolitická rizika se v srpnu roztáhla o stále sílící nepokoje v Hongkongu. Optimismu na trzích nepřidává ani situace kolem brexitu. Pověřenec Spojeného království pro přípravu na brexit (M. Gove) prohlásil, že EU nemá zájem jednat se Spojeným královstvím o nové brexitové dohody.

Graf červencového čísla ilustruje, které země jsou nejvíce ohroženy současnými nejvýznamnějšími riziky plynoucími ze zahraničního obchodu. Analytici Bloombergu se pokusili odhadnout možný dopad těchto hlavních rizik (brexit, zavedení cel na zboží ze strany USA či výraznější zpomalení Číny) na jednotlivé země eurozóny. Celkově je těmito riziky přímo ohroženo 7,6 % přidané hodnoty v eurozóně. Mezi nejhroženější země patří Irsko a možná překvapivě Malta s podílem přes 20 %. V případě Německa podíl ohrožené přidané hodnoty lehce přesahuje 9 %, přičemž vliv jednotlivých rizik je zhruba stejný.

Podíl přidané hodnoty ohrožené riziky v zahraničním obchodě (v %)



Zdroj: OECD TIVA, Bloomberg

Výhledy růstu HDP se od minulého měsíce posunuly vesměs směrem dolů, výjimkou je mírné zvýšení výhledů pro letošní rok u Japonska. Hospodářský výhled eurozóny nadále zůstává na hodnotách mírně převyšujících 1% růst, což odráží zvláště slabý výhled pro letošní rok u její nejsilnější ekonomiky – Německa. Jeho HDP by mělo podle CF vzrůst jen o 0,6 % a dosahovat tak jedné z nejnižších dynamik napříč sledovanými zeměmi. Zdá se tak, že nejistota plynoucí z výše uvedených rizik zatím dopadá na eurozónu dokonce výrazněji než na brexitem zmítané Spojené království.

Výhledy inflace pro letošní rok se od minulého měsíce mírně snížily u USA a Ruska, k mírnému zvýšení naopak došlo u Japonska a Číny. V příštím roce by se inflace v námi sledovaných vyspělých ekonomikách měla nacházet nad hodnotami očekávanými pro letošní rok. Dolar bude v ročním horizontu vůči euru i libře mírně oslabovat, stejně tak lehce oslabí vůči žen-min-pi a rublu; oproti jenu bude stabilní. Výhled CF pro cenu ropy Brent v horizontu 12 měsíců se oproti minulému měsíci posunul jen mírně níže, na 63,1 USD/barel (nejvyšší odhad se snížil na 73,2, nejnižší zůstal neměnný na 55 USD/barel). Výhled tržních sazeb USD 3M LIBOR je stále mírně klesající, sazby 3M EURIBOR zůstanou v záporném teritoriu, přičemž dle srpnových výhledů budou ještě klesat.

Srpnový výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích, %

HDP	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2019	1,1 ➡	0,6 ➡	2,3 ➡	1,2 ➡	0,9 ➡	6,2 ➡	1,1 ➡
2020	1,2 ➡	1,2 ➡	1,9 ➡	1,2 ➡	0,3 ➡	6,0 ➡	1,9 ➡
Inflace	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2019	1,3 ➡	1,5 ➡	1,8 ➡	1,9 ➡	0,7 ➡	2,4 ➡	4,4 ➡
2020	1,4 ➡	1,6 ➡	2,1 ➡	2,0 ➡	0,8 ➡	2,3 ➡	4,0 ➡

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

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

Srpnové číslo dále přináší analýzu: [Jaké změny ve finančním zprostředkování dokáže přinést fintech?](#)

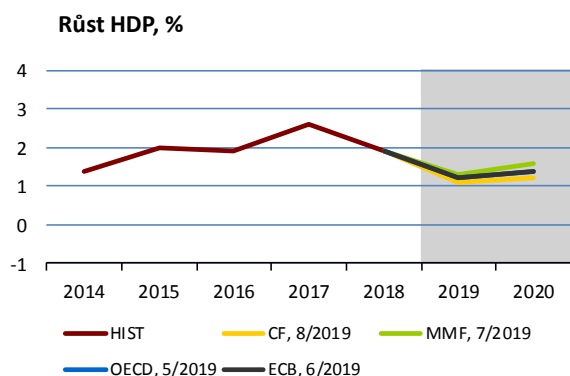
Jak již název článku napovídá, jeho obsah se zaměřuje na vysvětlení často skloňované zkratky fintech. Do té jsou řazeny velmi různorodé projekty a aplikace, z nichž jenom část představuje skutečnou inovaci, ať už finanční či technologickou. Jak je v článku upozorněno, dopady na finanční sektor závisí nejen na kvalitě použitého technického řešení, ale též na existenci stabilní racionálně odůvodněné poptávky.

II.1 Eurozóna

Růst HDP v eurozóně podle předběžného odhadu ve druhém čtvrtletí zvolnil. Mezi přetrvávající faktory nižšího růstu nadále patřila nejistota spojená s nárůstem protekcionismu a brexitem. Jde o faktory negativně ovlivňující zahraniční obchod, na němž je závislá zejména německá ekonomika. Tempo růstu HDP eurozóny tak ve druhém čtvrtletí dosáhlo v mezičtvrtletním vyjádření 0,2 %. Z velkých ekonomik k tomuto růstu přispělo především Španělsko (růst o 0,5 %) a Francie (růst o 0,2 %), zatímco německá ekonomika poklesla o 0,1 % a italská stagnovala.

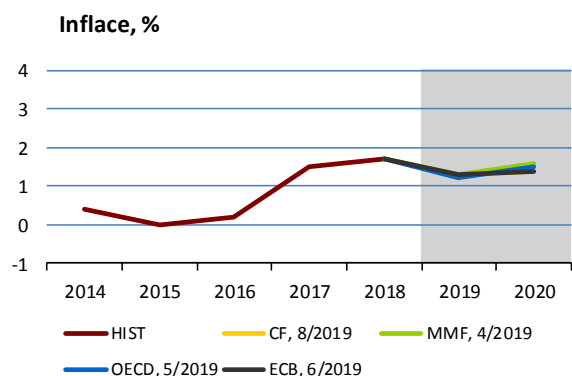
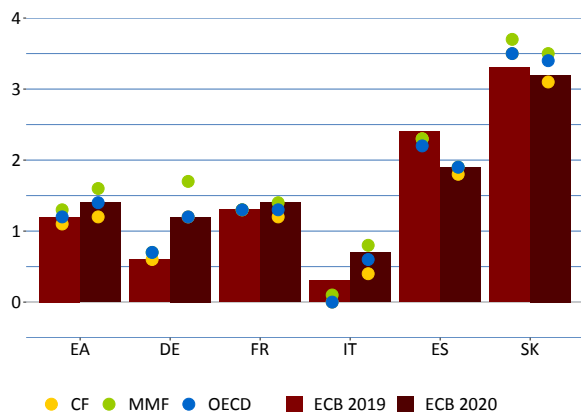
Dostupné ukazatele naznačují pouze nepatrné zrychlení hospodářského růstu ve třetím čtvrtletí. Vývoj v mezinárodním obchodě doléhá prozatím zejména na zpracovatelský průmysl. Červencový PMI ve zpracovatelském průmyslu (hodnota 46,5) poklesl a nadále se tak pohybuje v pásmu kontrakce, přičemž nové vývozní zakázky poklesly nejvíce od listopadu 2011. Průmyslová produkce v červnu oproti předchozímu měsíci také výrazně poklesla, o 1,6 % (v meziročním vyjádření se její pokles prohloubil na -2,6 %). CF očekává v letošním roce stagnaci průmyslové produkce v eurozóně zejména v důsledku negativního příspěvku Německa, kde je očekáván pokles průmyslu o 1,6 % (tato hodnota přitom doznala oproti minulému měsíci výrazného přehodnocení směrem dolů). Naproti tomu vývoj na trhu práce zůstává příznivý.

V letošním roce hospodářský růst v eurozóně oproti loňskému roku zpomalí, pro příští rok je očekáváno mírné zrychlení. Sledované instituce předpovídají v letošním roce růst na úrovni 1,1–1,3 % a v příštím roce 1,2–1,6 %. Oproti minulému měsíci ponechal CF svůj výhled pro oba roky beze změny. V případě Německa nicméně došlo ke zhoršení výhledu jak pro letošní rok (na 0,6 %), tak pro rok příští (na 1,2 %). Z velkých ekonomik eurozóny byl dále mírně přehodnocen směrem dolů očekávaný růst Francie (pouze pro příští rok; viz příloha).



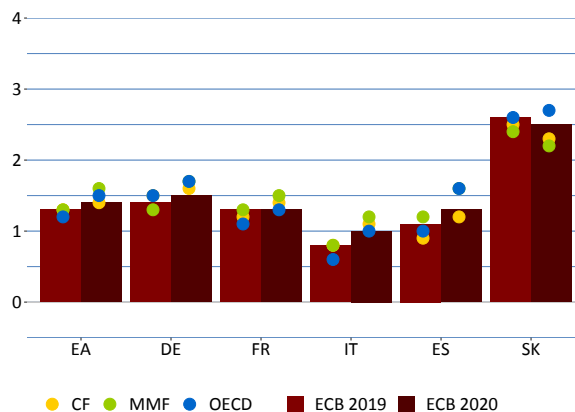
	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,1	1,3	1,2	1,2
2020	1,2	1,6	1,4	1,4

Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2019 a 2020, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,3	1,3	1,2	1,3
2020	1,4	1,6	1,5	1,4

Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2019 a 2020, %

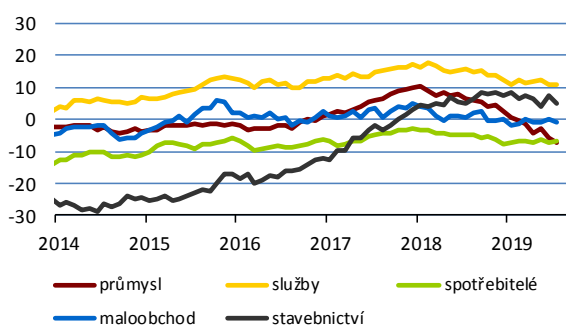


Pozn.: Grafy zobrazují poslední dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou ekonomiku.

Inflace v eurozóně zůstává na nízkých hodnotách. Celková HICP inflace v červenci zpomalila na 1,1 %. V celkové inflaci se promítl zejména další pokles příspěvku cen energií. Poklesl ale také příspěvek cen služeb, naopak příspěvek cen potravin se mírně zvýšil. Jádrová inflace tak zpomalila o 0,2 p. b., na 0,9 %. V následujících měsících lze očekávat podobně nízké hodnoty inflace vlivem absence tlaků na růst ceny ropy, resp. cen energií. U jádrové inflace je vývoj nejistý. Zatímco mzdy rostou solidním tempem, nejistota ohledně výhledu hospodářského růstu a nižší zahraniční poptávka působí protiinflačně. Sledované instituce očekávají v letošním roce inflaci na úrovni 1,2–1,3 %. Příští rok by pak měla zrychlit na úroveň kolem 1,5 %. Oproti předchozímu měsíci přehodnotil CF výhled spotřebitelské inflace z velkých ekonomik eurozóny pouze pro Itálii a Španělsko (směrem dolů).

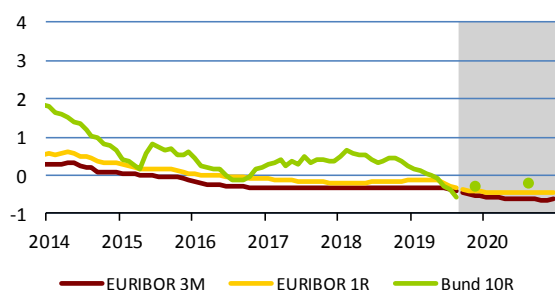
Nejistota ohledně výhledu hospodářského růstu a utlumený výhled inflace zvyšují pravděpodobnost dalšího uvolnění měnové politiky ECB. V červenci ponechala rada guvernérů ECB úrokové sazby beze změny a zopakovala, že je nebude zvyšovat minimálně do první poloviny příštího roku. Finanční trhy nicméně očekávají již na zářijovém zasedání snížení depozitní sazby v rozsahu 0,1 až 0,2 p. b., jež bude pravděpodobně doprovázeno oznámením dalších nákupů aktiv o velikosti 45 mld. EUR měsíčně. Inflační očekávání na základě pětiletého inflačního swapu v průběhu roku postupně klesala na svá historická minima v srpnu (viz graf níže). Výrazně klesaly také výnosy vládních dluhopisů. Výnos německého 10letého vládního dluhopisu v srpnu dále překonal své historické minimum a poklesl na -0,6 %. CF očekává jeho záporný výnos na celém jednoletém horizontu výhledu. Pokles zaznamenaly ale i výnosy vládních dluhopisů ostatních zemí eurozóny, včetně Itálie, a to i přes nastalou vládní krizi. Italský desetiletý výnos tak v polovině srpna dosahoval úrovně 1,7 % s pouze mírně rostoucím výhledem (ke 2,3 % v horizontu jednoho roku).

Předstihové ukazatele



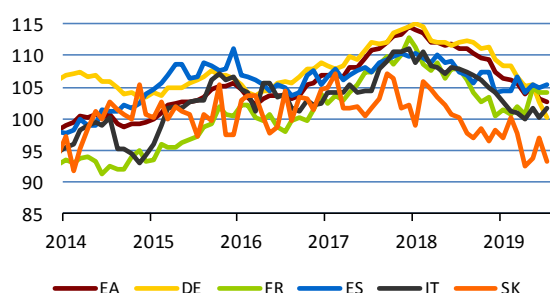
	průmysl	služby	spotřeb.	maloob.	stavebn.
5/19	-2,9	12,1	-6,5	-0,9	4,1
6/19	-5,6	11,0	-7,2	0,1	7,6
7/19	-7,4	10,6	-6,6	-0,7	5

Úrokové sazby, %



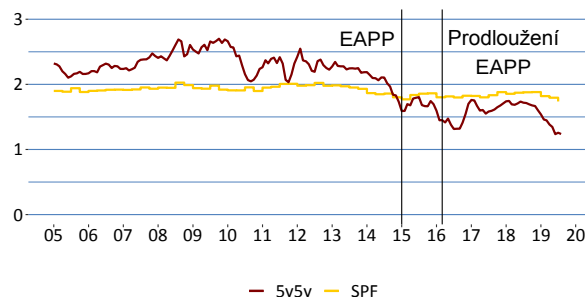
	7/19	8/19	11/19	8/20
3M EURIBOR	-0,36	-0,39	-0,52	-0,63
1Y EURIBOR	-0,28	-0,33	-0,41	-0,45
10Y Bund	-0,37	-0,56	-0,30	-0,20

Předstihové ukazatele



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
5/19	105,2	105,5	104,9	105,4	101,7	93,7
6/19	103,3	102,6	104,1	104,8	100,2	97,0
7/19	102,7	100,2	104,1	105,4	101,6	93,4

Inflační očekávání v eurozóně, %



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

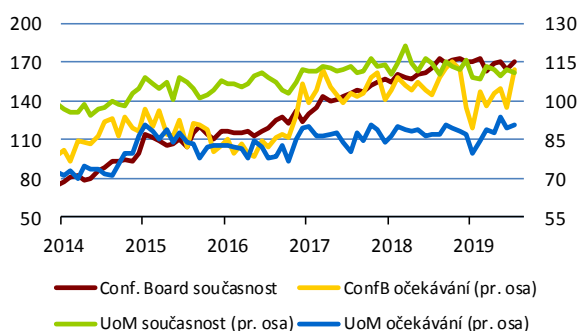
II.2 Spojené státy

Napětí v obchodních vztazích mezi USA a Čínou opět vygradovalo poté, co prezident Trump oznámil zavedení nových cel na čínské zboží. Od září mělo být uvaleno dodatečné desetiprocentní clo na čínské zboží, jehož roční dovoz do USA dosahuje 300 mld. USD. Nově by tak měl být cly zatížen téměř veškerý dovoz z Číny. V reakci na tento krok čínská strana zastavila nákupy zemědělských produktů z USA. Nárůst protekcionismu negativně zasáhl finanční trhy, takže výnosy amerických státních dluhopisů výrazně poklesly. Napětí na finančních trzích zmírnilo až oznámení USA, že odloží zavedení nových cel na některé produkty (mobilní telefony či laptopy) na 15. prosinec.

Eskalace obchodních sporů může posunout americkou ekonomiku směrem k recesi, i když v současnosti pokračuje v růstu. Dle šetření Reuters vzrostla pravděpodobnost recese v USA na 45 % (medián v horizontu dvou let). Také srpnový CF snížil výhled růstu amerického HDP v tomto roce o 0,2 p. b. a výhled inflace o 0,1 p. b. Aktuální údaje ale potvrzují robustní hospodářský růst ve třetím čtvrtletí, který by podle atlantského Fedu měl dosáhnout 2,2 % (mezičtvrtletně, anualizovaně). Pozitivní byly zejména zprávy z trhu práce, kde počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru v červenci dosáhl 164 tis. Podobně jako v řadě dalších ekonomik se zhoršuje sentiment ve zpracovatelském průmyslu, když se předstihový indikátor ISM PMI drží již třetí měsíc v řadě poblíž 50bodové hranice. Propadají se zejména objednávky ze zahraničí, což se poprvé v červenci projevilo i v poklesu zaměstnanosti. Průmyslová produkce se dokonce v červenci meziročně snížila o půl procenta.

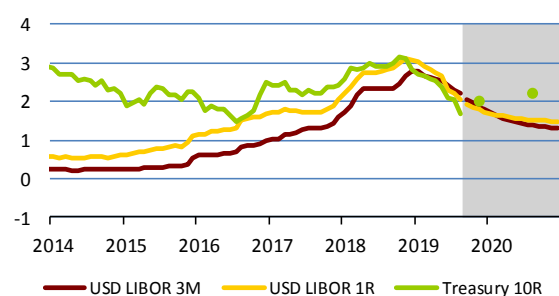
V souladu s očekáváním snížil na červencovém zasedání Fed pásmo základních sazeb o 25 b. b. a ukončil snižování bilance s platností již od začátku srpna. V doprovodném prohlášení pak zaznělo, že tento krok není začátkem nového cyklu snižování úroků. Centrální banka bude nicméně pozorně sledovat údaje přicházející z ekonomiky. Obavy vzbuzují rizika ze zahraničí, nízké investiční výdaje firem i omezené inflační tlaky. Finanční trhy přitom očekávají další snížení pásma sazeb již na příštím zasedání FOMC v září.

Předstihové ukazatele



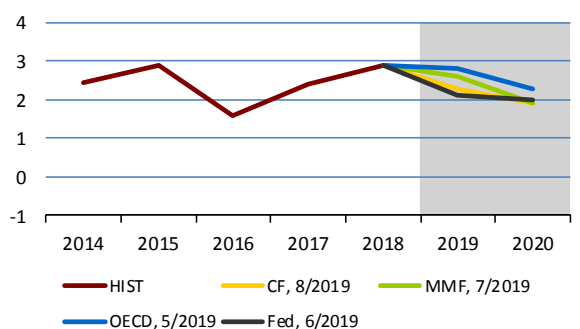
	ConfB souč.	ConfB oček.	UoM souč.	UoM oček.
5/19	170,7	105,0	110,0	93,5
6/19	164,3	97,6	111,9	89,3
7/19	170,9	112,2	110,7	90,5

Úrokové sazby, %



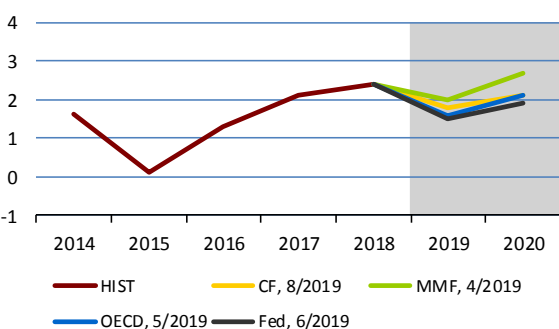
	7/19	8/19	11/19	8/20
USD LIBOR 3M	2,29	2,20	1,85	1,38
USD LIBOR 1R	2,20	2,20	1,78	1,52
Treasury 10R	2,05	1,69	2,00	2,20

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	Fed
2019	2,3	2,6	2,8	2,1
2020	1,9	1,9	2,3	2,0

Inflace, %

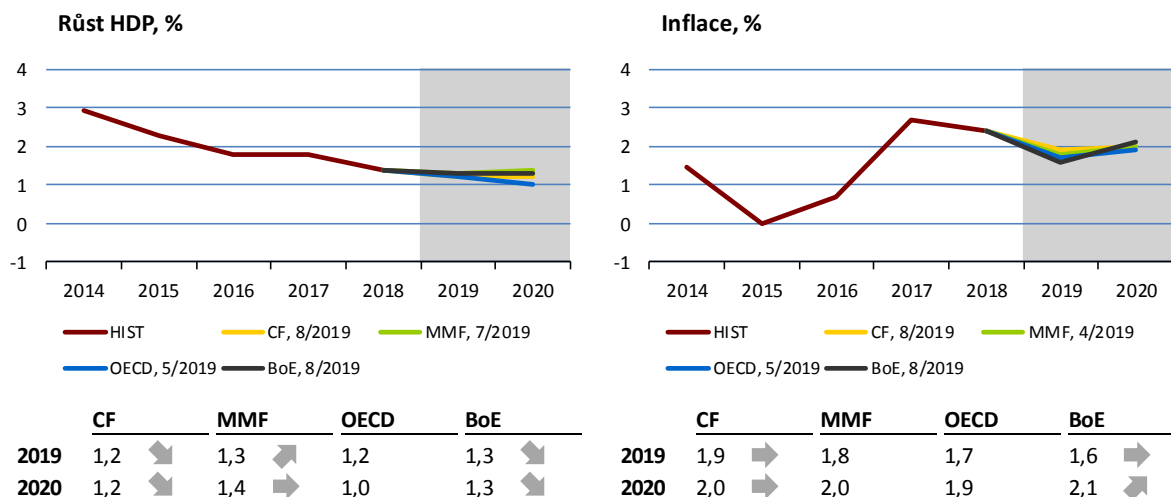


	CF	MMF	OECD	Fed
2019	1,8	2,0	1,6	1,5
2020	2,1	2,7	2,1	1,9

II.3 Spojené království

Britská ekonomika sklízí, co politická nejistota zasela – HDP ve druhém čtvrtletí poklesl o 0,2 %.

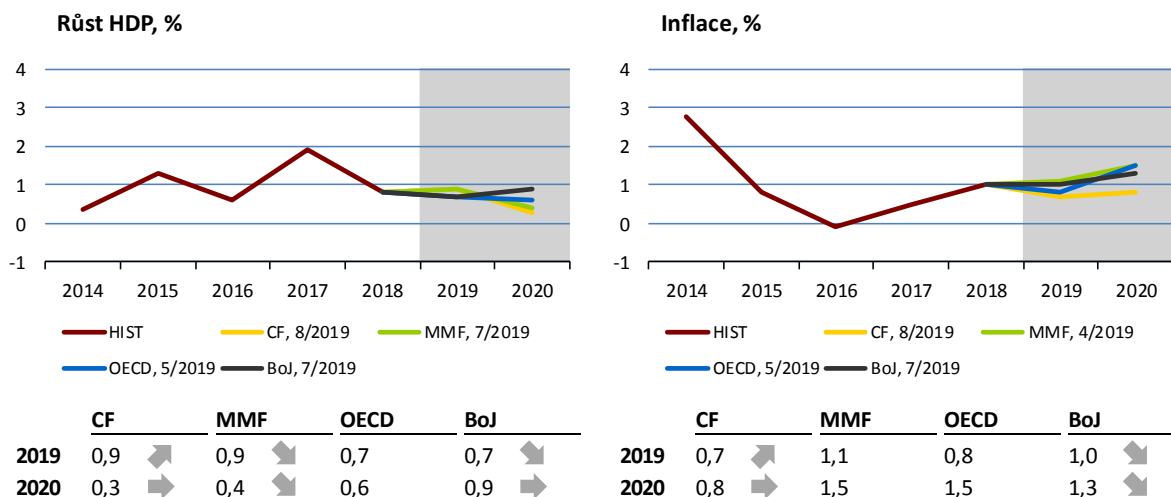
První záporný růst po téměř sedmi letech je zčásti daní za překvapivě silný růst v prvním čtvrtletí, kdy se ekonomika zásobila před původním termínem brexitu. Ve druhém čtvrtletí naproti tomu probíhaly předsunuté „letní“ odstávky některých výrobních závodů. Z produkční strany ekonomiky může za propad HDP souběh téměř nulového růstu v sektoru služeb a významného poklesu v průmyslové výrobě a stavebnictví. Z pohledu poptávky drží britskou ekonomiku sice pod vodou, avšak u hladiny uspokojivá spotřeba vlády i domácností, které se těší z nízké nezaměstnanosti a zrychlujícího růstu reálných mezd. Klesající investice naproti tomu táhnou ekonomiku ke dnu. Určitou oporu jí nicméně poskytlo prudké snížení deficitu obchodní bilance.¹ Ve třetím čtvrtletí je však očekáván návrat ekonomiky k mírnému růstu o 0,2 % (NIESR). Prognózy pro celý letošní a příští rok byly přesto vesměs sníženy (v průměru na 1,3 %).



II.4 Japonsko

Finální odhady tempa růstu japonské ekonomiky v prvním čtvrtletí přinášejí lepší výsledek, druhé čtvrtletí naopak přineslo zpomalení.

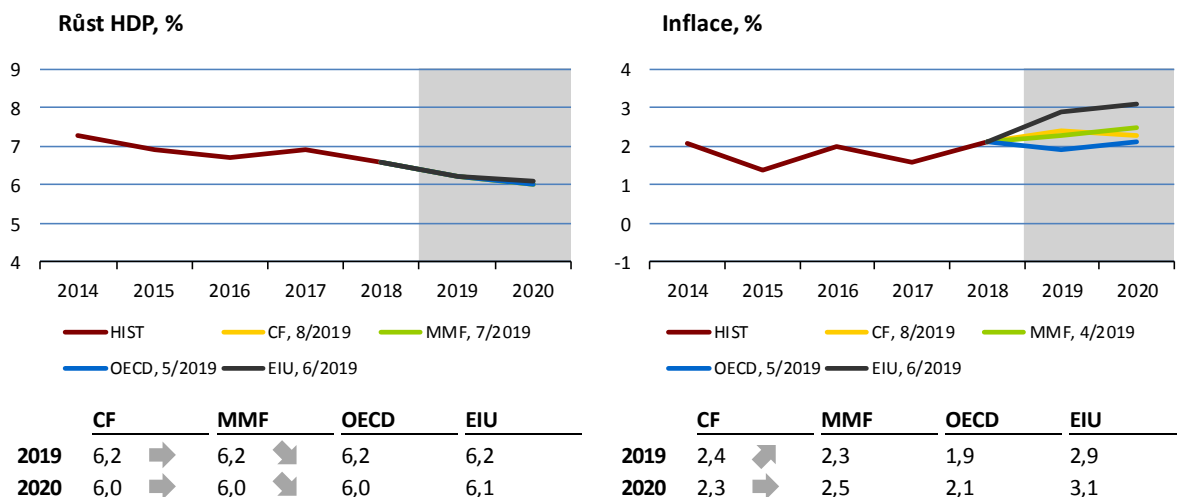
Podle předběžného odhadu HDP ve druhém čtvrtletí vzrostl o 0,4 %. Přestože se jedná o zpomalení mezičtvrtletního tempa růstu z předchozích 0,7 % (revidovaný údaj), je výsledek lepší, než se původně očekávalo. Na ekonomiku stále dopadá nepříznivá globální poptávka. Červen přinesl další propad vývozu (o 6,7 %), již sedmý v pořadí; dovozy ve stejném měsíci klesly o 5,2 %. Obchodní válka mezi USA a Čínou přispěla v první polovině srpna k urychlení posilujícího trendu japonské měny (a jejímu přiblížení až k hodnotě 105 JPY/USD). Srpnový CF zvýšil výhled růstu HDP pro letošní rok o 0,2 p. b., na 0,9 %. U všech sledovaných institucí se přitom výhledy růstu na letošní rok nacházejí pod 1 %.



¹ Ta v červnu zaznamenala překvapivě přebytek (první od roku 2011 a nejvyšší od 80. let), když skokově vzrostl vývoz (zejména do Číny), zatímco dovoz poklesl.

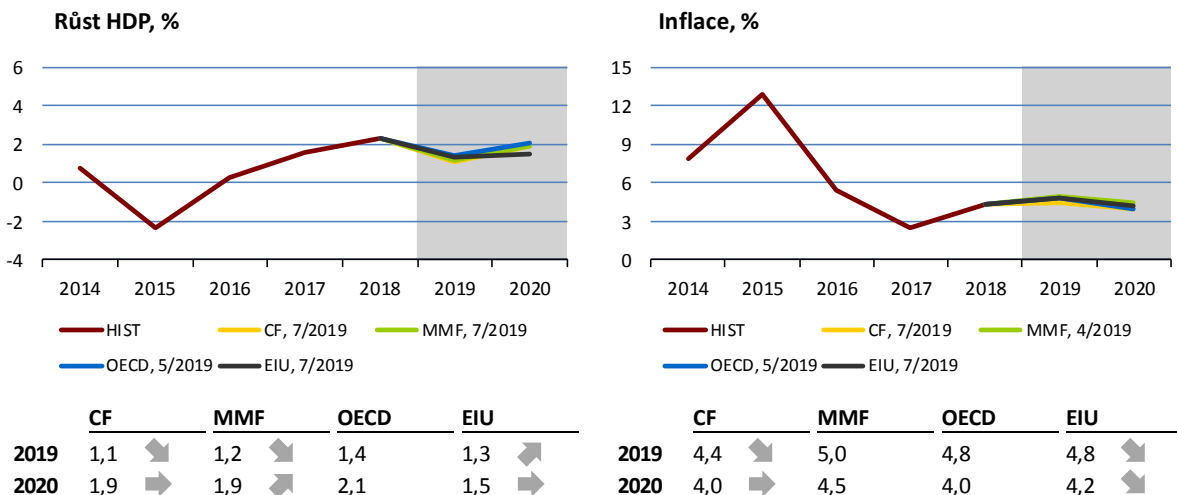
II.5 Čína

Vyostření obchodních sporů s USA může vážně ohrozit růstový cíl čínské vlády pro tento rok, ale výraznější stimulační balíček pro domácí ekonomiku zůstává zatím v šuplíku. I v červenci zůstal předstihový indikátor Caixin PMI pro zpracovatelský průmysl v pásmu kontrakce, zatímco zisky podniků už více než rok klesají. Mírně lepší jsou jen výsledky státních podniků, jejichž financování se díky podpůrným opatřením vlády zlepšilo. Zároveň se průmyslová produkce propadla na nejnižší úroveň za posledních 17 let a prodej automobilů v Číně se v červenci opět meziročně snížil (o 4,3 %). Vládní činitelé pak zopakovali připravenost podpořit ekonomiku dalšími opatřeními (snížení daní a poplatků), které se však již nebudou vztahovat na trh s nemovitostmi. Finanční trhy spekulují, že by centrální banka mohla snížit sazby. Prozatím preferovala výraznější oslabení čínské měny vůči americkému dolaru, což bylo ze strany USA interpretováno jako měnová manipulace.



II.6 Rusko

I přes urychlení růstu ve druhém čtvrtletí došlo k výrazné revizi výhledu ruské ekonomiky pro letošní rok. Dle předběžného odhadu tempo růstu HDP ve druhém čtvrtletí zrychlilo na 0,9 % meziročně (z předchozích 0,5 %). K lepšímu výsledku přispěla průmyslová výroba a zemědělství; ve stavebnictví, maloobchodních tržbách a nákladní dopravě naopak došlo ke zpomalení. Vývoz zboží (dle metodiky platební bilance) poklesl ve druhém čtvrtletí meziročně o 8,3 % kvůli propadu obchodu se zemí mimo SNS. Rubl od konce července převážně oslabuje (cca 66 RUB/USD v polovině srpna). Centrální banka na konci července snížila klíčovou sazbu o dalších 0,25 p. b., na 7,25 %. Přestože ekonomický růst ve druhém čtvrtletí zrychlil, snižuje se pravděpodobnost, že v celoročním vyjádření dosáhne alespoň 1,5 %. CF již po druhé v řadě snížil výhledy jak růstu HDP, tak inflace pro letošní rok, ovšem tentokrát byla výkonnost ekonomiky revidována o celé 0,3 p. b. Výhled pro příští rok se nezměnil.

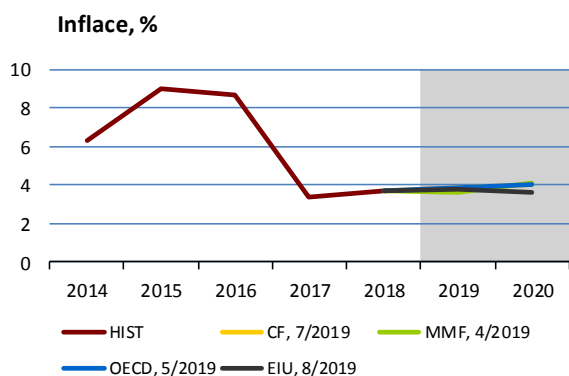
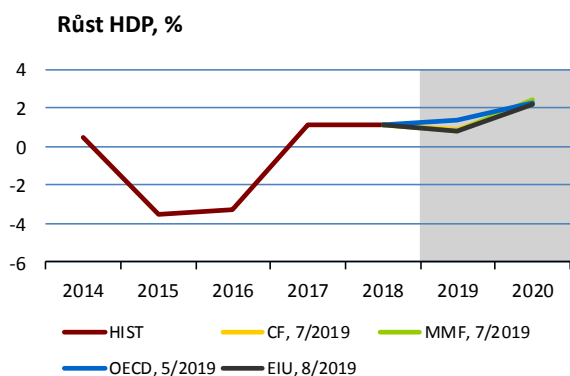


II.7 Výběr z rozvojových zemí

Brazilská ekonomika zaznamenala na počátku roku mezičtvrtletní pokles HDP o 0,2 % a měsíční data za druhé čtvrtletí signalizují další propad. Celková důvěra v ekonomiku zůstává nízká. Růst spotřebitelských cen v posledních měsících zpomaluje (3,2 % v červenci) především kvůli klesajícím cenám potravin a pohonných hmot. Inflace se tak nadále nachází hluboko pod cílem brazilské centrální banky (BCB; 4,25 % $\pm$ 1,5 p. b.). Brazilský real (nyní 4,01 BRL/USD) ztratil svoje zisky z posledních měsíců po snížení klíčové úrokové sazby o 50 bazických bodů na 6 % na konci července, což je nové historické minimum. Nižší sazby nachází podporu v nízké inflaci, anemickém ekonomickém růstu, holubičím tónu důležitých centrálních bank, ale i v probíhajících reformách.

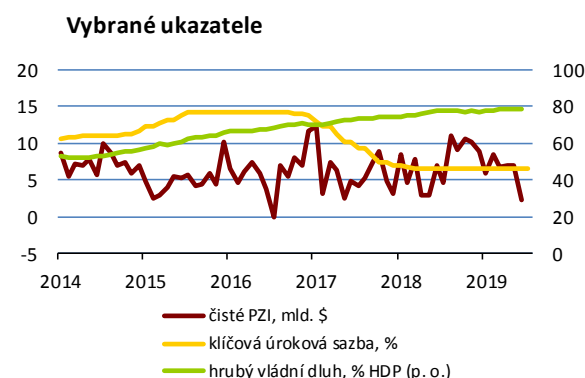
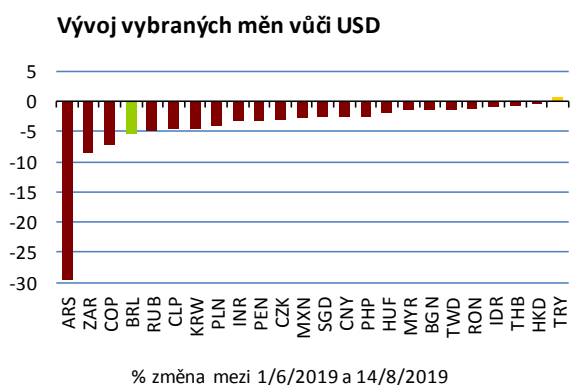
Naděje na léčbu některých chronických obtíží brazilské ekonomiky je aktuálně projednávána penzijní reforma. Prošla prvními dvěma koly v kongresu a nyní ji čekají revize v dolní komoře. Očekává se, že k jejímu finálnímu schválení dojde v září či říjnu. Reforma zvýší věkovou hranici na odchod do penze a sníží výdaje na důchody. Stát si od změny slibuje úspory ve výši 230 mld. dolarů v následujících deseti letech. Brazílie tak bude schopna více investovat a už se nebude muset spoléhat na zvyšování daní, aby ufinancovala chod státu. Současný veřejný dluh se blíží 80 % HDP, většina je však denominována v brazilské měně. Finanční trhy tyto kroky vítají, přesto zůstávají skeptické. Zahraniční investoři vyčkávají na konečné schválení reformy a v posledních měsících z brazilského trhu spíše ustupovali.

Nejbližší výhled nenabízí mnoho důvodů k radosti. Růst HDP pro tento rok podle EIU, MMF i CF nepřekročí 1 %. Až v roce příštím se vyšplhá nad 2 %. Inflační tlaky zůstanou v nejbližších čtvrtletích mírné. CF odhaduje ke konci tohoto roku klíčovou úrokovou sazbu na úrovni 5,8 % a v půli roku příštího na 5,5 %. EIU předpovídá sazbu na úrovni 5,9 % až do příštího roku. Sama BCB naznačuje, že současná situace vyžaduje další uvolňování měnových podmínek. Brazilský real by měl doznat pouze mírné apreciacie.



	CF	MMF	OECD	EIU
2019	0,9	0,8	1,4	0,8
2020	2,2	2,4	2,3	2,2

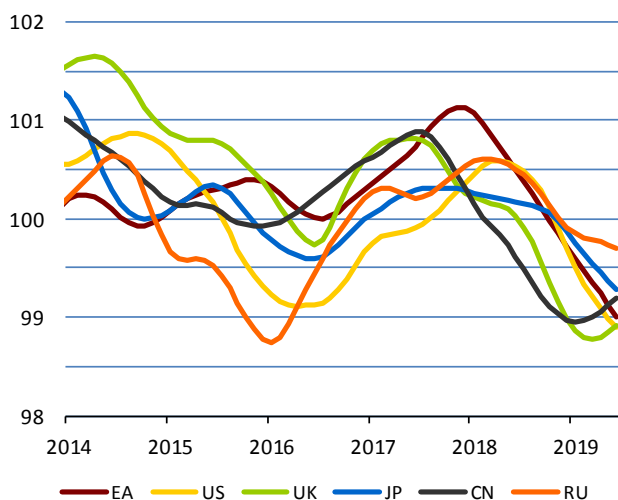
	CF	MMF	OECD	EIU
2019	3,9	3,6	3,9	3,8
2020	4,0	4,1	4,0	3,6



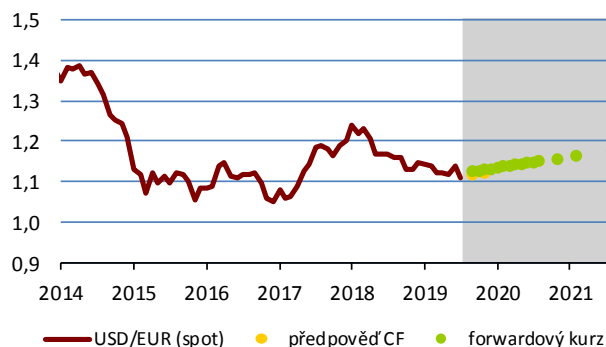
	čistý PZI	úroková sazba	vládní dluh
5/2019	7,07	6,50	78,71
6/2019	2,19	6,50	78,68
7/2019		6,50	

III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

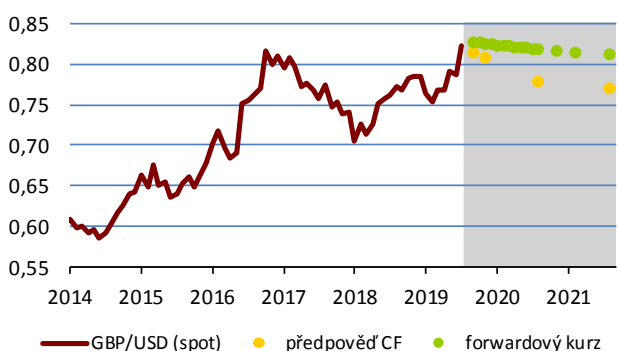


Americký dolar (USD/EUR)



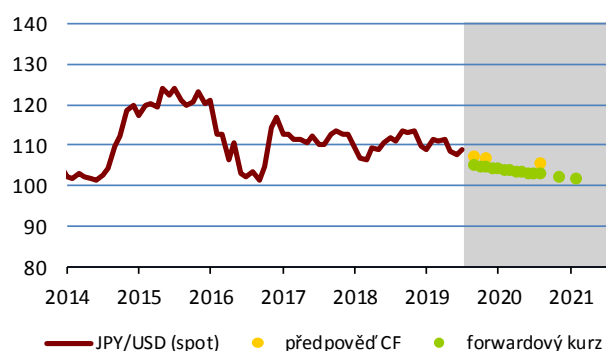
	12/8/19	9/19	11/19	8/20	8/21
spotový kurz	1,122				
předpověď CF		1,118	1,123	1,151	1,165
forwardový kurz		1,124	1,129	1,150	1,175

Britská libra (GBP/USD)



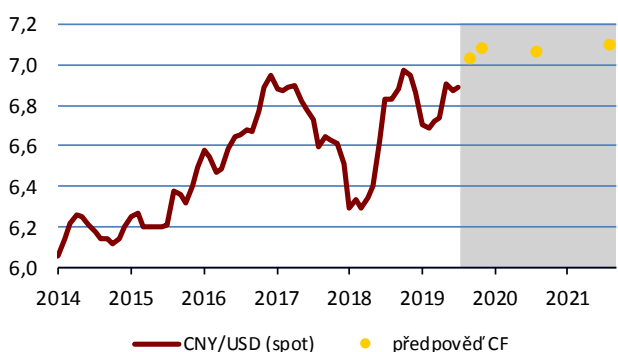
	12/8/19	9/19	11/19	8/20	8/21
spotový kurz	0,828				
předpověď CF		0,815	0,808	0,779	0,769
forwardový kurz		0,827	0,825	0,818	0,811

Japonský jen (JPY/USD)



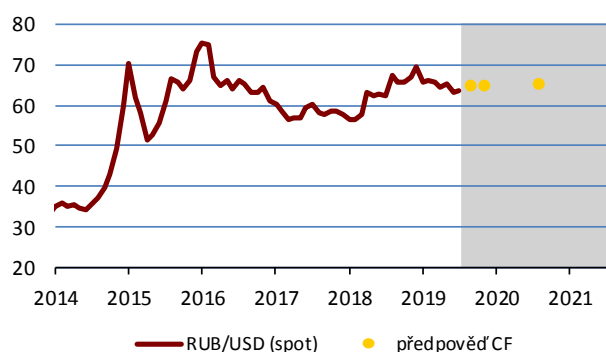
	12/8/19	9/19	11/19	8/20	8/21
spotový kurz	105,3				
předpověď CF		107,3	106,8	105,7	106,4
forwardový kurz		105,0	104,6	102,9	100,8

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	12/8/19	9/19	11/19	8/20	8/21
spotový kurz	7,068				
předpověď CF		7,033	7,082	7,063	7,100

Ruský rubl (RUB/USD)



	12/8/19	9/19	11/19	8/20	8/21
spotový kurz	65,59				
předpověď CF		64,68	64,71	65,40	65,86

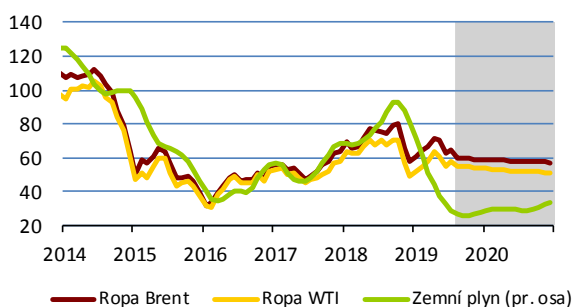
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.1 Ropa a zemní plyn

Cena ropy Brent od poloviny června silně kolísá. Na začátku srpna se prudce propadla a poprvé od ledna se opět dostala pod 60 USD/barel, přičemž se značně snížila její prémie vůči ropě WTI.

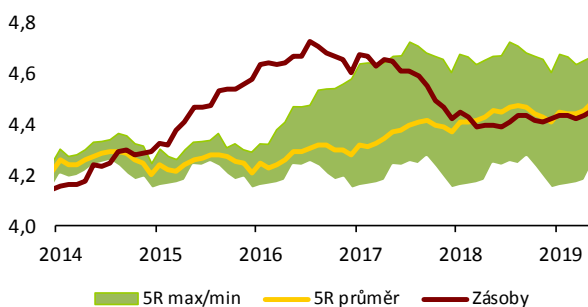
Stále větší vliv mají zprávy o zhoršujícím se výhledu globální ekonomiky v důsledku obchodní války mezi USA a Čínou. Ty vyvolávají obavy ze zpomalení růstu poptávky po ropě při nadále silném růstu těžby zejména v USA. Dočasnou podporu cenám ropy poskytuje jen případné vyostření situace v Perském zálivu nebo naděje na obnovení obchodních rozhovorů mezi USA a Čínou. Naopak posilující dolar tlačí ceny ropy (a dalších komodit) ještě více dolů. Propad cen ropy na začátku srpna byl vyvolán prohlášením prezidenta Trumpa, že z důvodu malého pokroku ve vzájemném vyjednávání zavede od září další cla na dovoz zboží z Číny. V reakci na to čínská centrální banka nechala oslabit tamní měnu nad 7 CNY/USD, což vyvolalo obavy, že kromě obchodní války bude globální ekonomika čelit i měnové válce. K propadu cen ropy přispělo i vyjádření Fedu, že snížení sazeb není začátkem dalšího cyklu uvolňování měnové politiky. Od sedmiměsíčního minima se cena ropy Brent odrazila až po prohlášení Saúdské Arábie, že v září bude pokračovat v nízké produkci a vývozu ropy i přes sezonně vyšší poptávku. Silným růstem pak ceny ropy reagovaly na rozhodnutí Trumpovy administrativy odložit zavedení nových cel na některé čínské zboží o tři a půl měsíce. Nad tímto impulzem však záhy převážily opět negativní zprávy – překvapivé obnovení růstu zásob ropy a benzínu v USA, negativní ekonomická data z Číny a Německa a signály možné recese v USA z dluhopisového trhu. Pokud by navíc Čína přestala dodržovat sankce na Írán, mohla by cena ropy dále silně klesnout. Tržní křivka budoucích cen ropy je mírně klesající s průměrnou cenou 58 USD/barel v roce 2020.

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

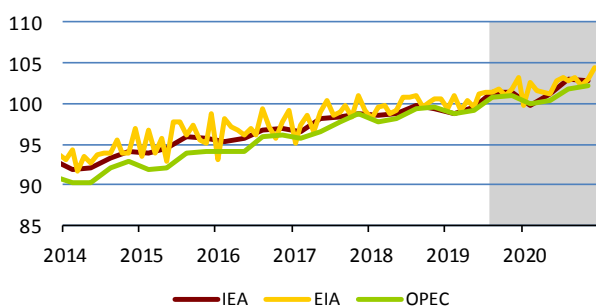


	Brent		WTI		Plyn	
2019	63,18	↗	56,13	↗	154,75	↗
2020	58,00	↘	52,20	↘	130,28	↘

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

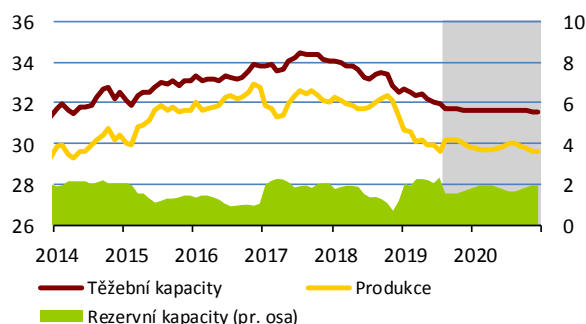


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA		EIA		OPEC	
2019	100,28	↗	100,91	↗	99,91	↗
2020	101,67	↘	102,34	↘	101,04	↘

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2019	30,13	32,06	1,93
2020	29,79	31,63	1,84

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.

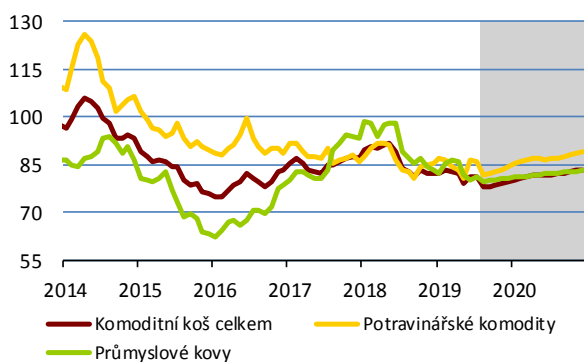
IV.2 Ostatní komodity

Souhrnný index cen neenergetických komodit si v červenci udržel vyšší hodnotu z června, ale v první polovině srpna se snížil za přispění obou jeho složek. Více přitom klesl dílčí index cen potravinářských komodit, který již od začátku minulého roku silně kolísá bez viditelného trendu. Dílčí index cen průmyslových kovů naopak pokračoval ve více než rok trvajícím trendovém poklesu. Výhled obou dílčích indexů je rostoucí.

Ceny sóji, kukuřice a zejména pšenice začaly na začátku července po předchozím růstu klesat, jen cena rýže si růstový trend udržela až do konce července. Pokles vykázaly i ceny cukru, kávy a zejména kakaa. U vepřového masa se očekává postupný sestup ze sezonního vrcholu, cena hovězího masa více méně stagnovala.

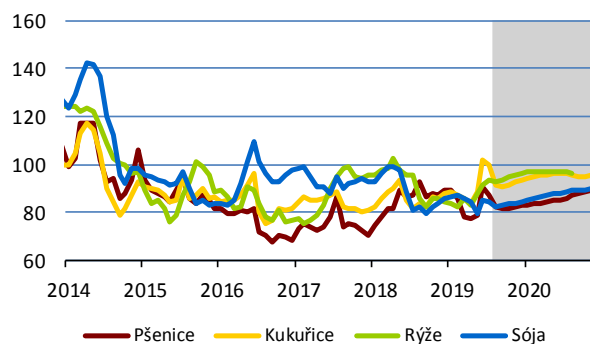
Propad cen na začátku srpna kvůli hrozbě dalších cel na čínské zboží a méně uvolněnému výhledu měnové politiky Fedu se netýkal jen ropy, ale i mědi a železné rudy. Ceny ostatních kovů se vyvíjely smíšeně. Cena hliníku v první polovině července rostla, ale poté začala klesat. Nicméně výhled je silně růstový. Ve více než rok trvajícím klesajícím trendu pokračovaly ceny cínu a zinku. Naopak ceny niklu a olova již několik měsíců rostou. Cena železné rudy před srpnovým propadem silně rostla díky vysokému dovozu do Číny v červenci. JPMorgan PMI globálního zpracovatelského průmyslu pokračoval v červenci v poklesu, byť mírnějším tempem (ze 49,4 na 49,3). Nejhuře jsou zasaženy složky vývozu a exportních objednávek. Podniky ztrácejí sílu zvyšovat ceny a urychluje se proces snižování pracovních sil. Částečnou podporu cenám kovů (zejména mědi) poskytl lepší než očekávaný vývoj červnové průmyslové produkce v Číně.

Indexy cen neenergetických komodit



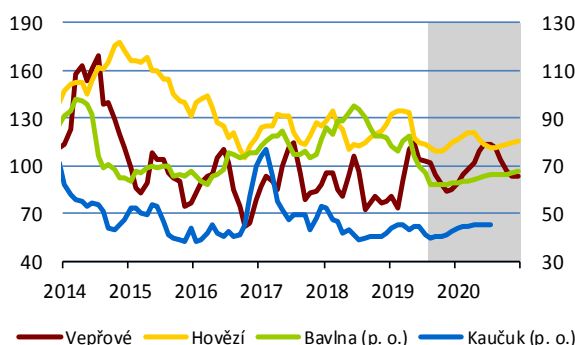
	Celkem	Potraviny	Kovy
2019	80,5	84,1	82,0
2020	81,9	87,0	82,1

Potravinářské komodity



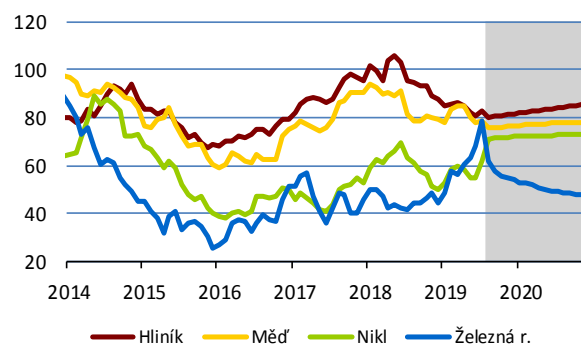
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2019	83,1	91,3	90,1	84,1
2020	86,2	95,6	96,9	88,1

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2019	94,2	119,6	69,9	42,6
2020	101,6	115,6	65,5	44,9

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2019	82,7	79,0	63,4	59,8
2020	83,8	77,6	72,7	49,8

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.

Jaké změny ve finančním zprostředkování dokáže přinést fintech?²

Pod pojmem *fintech* se skrývají velmi různorodé projekty a aplikace, z nichž jenom část představuje skutečnou inovaci, ať už finanční či technologickou. Dopady na finanční sektor závisí nejen na kvalitě použitého technického řešení, ale též na existenci stabilní racionálně odůvodněné poptávky. Paradoxně, právě posledně jmenovaná podmínka činí z tradičních finančních institucí a nikoli z jejich rivalů obývajících kyberprostor rozhodující hráče schopné zajistit fintechovým projektům dlouhý život.

Úvod

Výraz „Financial Technology“, neboli fintech, ve svém aktuálním pojetí odkazuje na jakékoli využití inovativní technologie ve finančních službách. Celosvětové investice rizikového kapitálu (*venture capital*, VC) do příslušných projektů jsou značné (graf 1). Obvykle, i když ne vždy oprávněně, se předpokládá vedle technologií z přední linie výzkumu také přítomnost finančních inovací. To znamená, že fintechové produkty lze rozřadit podél dvou dimenzí: tradiční vs. digitální finanční nástroje a konvenční vs. inovativní trhy a transakční mechanismy. Finanční inovace například přinesla vznik třídy kryptoaktiv (jejich vlastnictví se určuje podle exkluzivního přístupu k jedinečnému zašifrovanému záznamu v digitální účetní knize), stejně jako koncept digitálních měn sponzorovaných centrálními bankami (*central bank digital currencies*, CBDC). Na druhé straně digitální technologie se ve velké míře používají pro zvýšení efektivity stávajících bankovních činností (úvěrování, emise cenných papírů, vyhodnocení rizika, transakce na sekundárním trhu).

Jen v omezené míře lze najít původně digitální finanční produkt či službu, která by se zároveň prodávala za použití čerstvě vyvinuté převratné technologie. Jinými slovy,

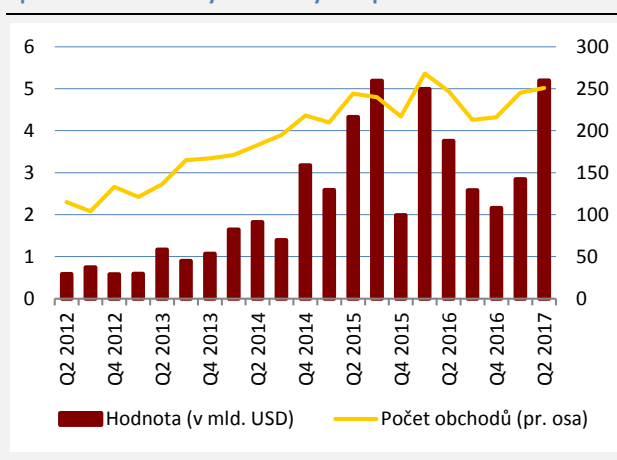
v pomyslném obdélníku zobrazeném na grafu 2 jsou momentálně obsazeny pouze tři ze čtyř vrcholů. A tak kryptoaktiva mění vlastníka pomocí těžkopádné procedury „těžby“ využívající kryptografii vyvinutou ještě v průběhu 2. světové války. Současně s tím se nejpokročilejší techniky v oblasti analýzy velkých dat, strojového učení a robotiky implementují na stejných trzích hypoték a spotřebitelských úvěrů, jaké existovaly prakticky v téže podobě již v polovině minulého století.

Na základě výše uvedeného můžeme prostor inovativních finančních technologií zjednodušeně rozdělit na ty, které byly vyvinuty speciálně pro finanční aplikace, a na adaptace existujících produktů pro potřeby finančnictví. V první skupině najdeme DLT (*Distributed Ledger Technology*), zejména *blockchain*, a také velké množství specializovaného softwaru. Zjevným základním příkladem ve druhé skupině je internet jako takový. Pozdější výdobytky zahrnují API (*application programming interfaces*) v chytrých mobilech a velkokapacitní optické kabely, které se staly nezbytností pro vysokofrekvenční obchodování (*high-frequency trading*, HFT) na řadě trzích cenných papírů. Klíčovými vědeckotechnickými obory pro oblasti fintechu spojené s úvěrováním se ukázaly být umělá inteligence (*artificial intelligence*, AI) a analýza velkých dat. Tento článek nabízí přehled nejznámějších a nejvýznamnějších produktů fintechu z hlediska jejich schopnosti narušit status quo a transformovat fungování některého z finančních odvětví.

Vysokofrekvenční obchodování

Bylo by chybou spojovat fintech pouze s produkty vyvinutými v posledních 4–5 letech. Jsou oblasti, v nichž se vývoj odehrál již dříve a mezi nimi i takové, které jsou již za zenitem. HFT je jedním z takových případů. Na začátku této dekády pokroky v přenosové technice a v souvisejících oborech softwarového inženýrství umožnily několika pohodovým brokerským firmám z Wall Street využít svého náskoku v připojení k elektronickým obchodním platformám a přivlastnit si výrazné renty tím, že zachycovaly nejatraktivnější klientské příkazy na cestě na veřejné trhy (Lewis, 2014). Postupem času, ale tyto praktiky vešly mezi investory ve známost a podnítily protiopatření. Tato reakce, spolu s masovým vstupem dalších zájemců o rychlý výdělek na poli HFT na trh, přirozeně vedla k poklesu ziskovosti HFT-firem (Osipovich, 2017). Ve výsledku stojí HFT podnikání v současnosti na křižovatce. Buď opustí akciové

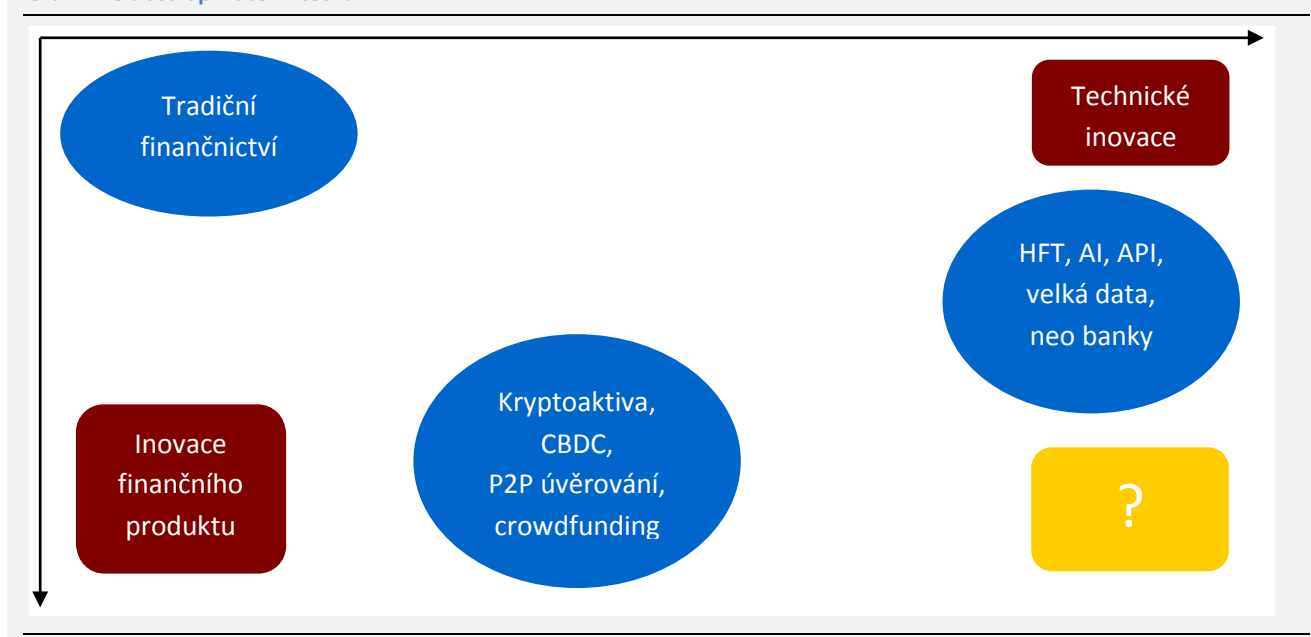
Graf 1 – Čtvrtletní globální trendy ve financování fintech společností zaštitěných rizikovým kapitálem



Zdroj: CB Insights

² Autorem je Alexis Derviz. Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

Graf 2 – Oblasti aplikace fintechu



trhy ve prospěch jiných tržních segmentů, například kryptoměn, ve snaze zopakovat 10 let starý trik s odkláněním lukrativních klientských příkazů na vlastní platformy, anebo si osvojit o něco sofistikovanější technická řešení než vytěžení přenosových možností optických kabelů (například něco z oboru AI, třeba neuronové sítě) za účelem lépe vytěžit trhy, na nichž působí teď (Akioyamen, 2018; Meyer et al., 2018).

HFT je jen jedním, i když nejnotoričtějším, příkladem ze širokého sortimentu aktivit známých jakožto algoritmické obchodování. Tato oblast stále hledá svůj pravý potenciál. Zatímco HFT se soustředilo na ty operace, které se daly automatizovat nejsnadněji (odklánění a zpracování zachycených klientských příkazů), AI-aplikace zaměřené na analýzu velkých objemů tržních dat, identifikaci skrytých zákonitostí investorského chování a navrhování vhodných obchodních strategií momentálně vypadají o dost slibněji. Proto, jakmile se rychlé zisky z HFT vyčerpaly, se mnohé společnosti věnující se algoritmickému obchodování vydaly právě touto cestou (Meyer et al., 2018).

Crowdfunding – konkurence nebo doplněk akciových trhů?

Crowdfunding je obvykle prezentován jeho fanoušky jako cesta k opravdově demokratickému podnikání. Tato moderní forma získávání počátečního kapitálu pro inovativní technické a komerční nápady by údajně měla jednoho dne plně osvobodit začínající podnikatele od závislosti na finančních trzích. Je pravdou, že tento mechanismus financování startupů, podobně jako P2P-půjčky (viz dále), mohl vzniknout pouze v éře internetu. Na rozdíl od P2P je crowdfunding používán nejen pro komerční, ale též pro neziskové iniciativy. Postavení financujícího vůči podnikateli je navíc podobné akcionáři a nikoli věřiteli. Z této okolnosti plyne existence podobných překážek: podnikatel musí nejenom přesvědčit dostatečný počet podporovatelů na začátku vývojové fáze, ale také řešit stejné problémy v průběhu trvání projektu, výstižně popsáné v ekonomické literatuře věnované asymetrickým informacím (nákladné ověřování stavu, zprostředkování, morální hazard), jako každá jiná firma čerpající externí financování. Není divu, že většina crowdfundingových iniciativ dostatečný kapitál nikdy nezíská. Lze si všimnout že, po rychlém růstu objemu prostředků investovaných globálně do crowdfundingu od začátku současné dekády objemy investic počínaje rokem 2016 stagnují, anebo, v některých klíčových regionech jako Severní Amerika, dokonce klesají (Chervakov a Rocholl, 2019). I když existují hlasy tvrdící že, vedle blockchainu, je crowdfunding nejvýznamnějším příkladem fintechu (Cai, 2018), dlouhodobá platnost těchto tvrzení vyvolává pochybnosti, a to z důvodu rychlého vývoje jiných aplikací majících podstatně vyšší ekonomickou relevanci.

Fintech-úvěry v tradičních bankách

Tradiční (často nadšenci kyberprostoru povýšeně označované jako kamenné) banky mají přirozený zájem o fintech, protože si od něj slibují úspory nákladů spojených s vyřizováním úvěrů. Z tohoto důvodu nachází AI v současnosti široké uplatnění v bankovnímnictví nejen při celkové analýze trhu ale též při posuzování individuálních žádostí o úvěr. V této činnosti lze vedle analýzy velkých dat stále častěji narazit na využití robotů jednak v oblasti automatizace zpracování podkladů a jednak v interakci se zákazníky. Výsledkem je radikální transformace zákaznického prostředí. Často navíc vznikají vedlejší efekty dopadající na třetí strany, z nichž část postupně nabývá makroekonomického významu. Dochází například k citelnému poklesu poptávky po outsourcingu on-line a telefonických klientských služeb do zemí s nízkými mzdami, poněvadž roboti nepobírají mzdy.

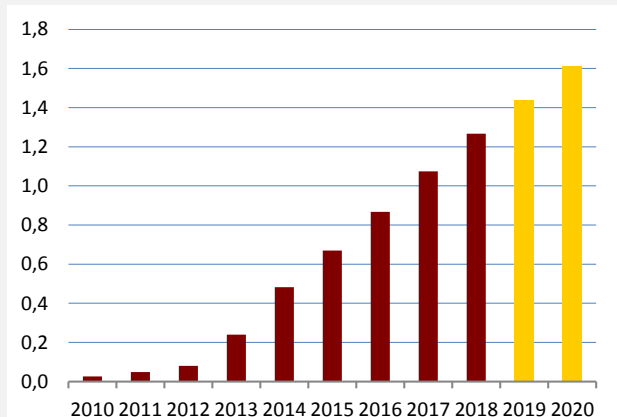
Změny způsobené implementací AI-nástrojů nemusí být vždy vnímány jako oboustranně prospěšné. Například robotizace procesu zpracování žádosti o úvěr skutečně zpravidla znamená významnou úsporu nákladů pro věřitele, ať už bankovního či nebankovního, kamenného nebo „nového“ (KPMG, 2016), na druhé straně pro část klientů může potřeba adaptace na neosobní algoritmické procedury při podání žádosti o úvěr znamenat výrazný diskomfort. Současně s tím se jiná část zákazníků, kteří dokážou rozeznat slabá místa nového systému, může vrhnout na příležitost obelstít jej ve svůj prospěch a ke škodě věřitele. Slepou uličkou při aplikacích AI ve finančních službách se může ukázat též nekritické spoléhání se na to, že umělá inteligence je opravdu inteligentní. Dosavadní zkušenosti přitom vypovídají o něčem jiném. S rostoucí komplexitou algoritmů se navíc chyby stále hůře odhalují. Donedávna byla AI-idocie nejvíce nápadná ve strojových překladech a v programech automatické kontroly pravopisu. Pro uživatele tyto jevy, vedle vděčného zdroje pobavení, málokdy znamenají něco horšího než ztrátu času, takže je málokdo vnímá jako fatální hrozbu. Nepředvídatelné chyby fungování rádo by chytrých systémů rozhodujících o úvěrech a investicích mohou naproti tomu způsobit měřitelné, a k tomu značné, ztráty.

P2P půjčky a jejich nástrahy

Fintech je nezbytným předpokladem fungování platform zprostředkujících peer-to-peer (P2P) půjčky. Proto se výrazy P2P- a fintech-úvěrování začínají používat jako synonyma. Ačkoli většina společností poskytujících fintech-úvěry je v současnosti již vlastněná bankami, původně to byly právě nezávislé P2P-platformy, které začaly používat analýzu velkých dat, strojové učení a roboty při vyřizování půjček. Jejich výhodou byla schopnost a připravenost napojit se na zdroje informací (například ze sociálních sítí) nad rámec těch, které používají tradiční banky pro hodnocení klientů. Výzkumy ukazují, že tyto pokročilé metody jsou skutečně schopny vyždímat z populace žadatelů o úvěr o něco větší množství kvalitních klientů než konvenční úvěroví pracovníci (Jagtiani a Lemieux, 2018). Není tedy překvapivé, že během poslední dekády nastal globální boom P2P startupů (grafy 4 a 5). Zvýšení kvality úvěrových portfolií v porovnání s konvenčními bankami je nicméně jednak omezené a jednak nestálé, s tím že ani fintechový segment není imunní vůči poklesům (Claessens a Frost, 2018).

Graf 4 – Rozvoj P2P úvěrování

(mld. USD)

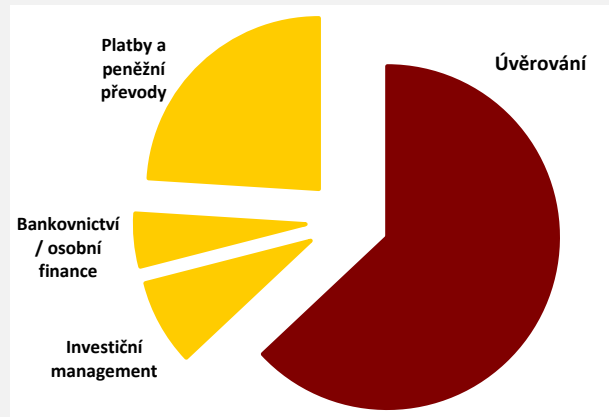


Zdroj: Ibis World

Pozn.: Obchodní obrat generovaný platformami P2P úvěrování. Hodnoty pro rok 2019 a 2020 představují výhled.

Graf 5 – Investice do startupů digitálního bankovníctví

(%)



Zdroj: CB Insight

Pozn.: Data za rok 2015.

Je jasné, že v oblasti fintech-úvěrování je třeba dořešit problémy s ochranou osobních údajů a celkového soukromí. S tím, jak se rozmáhá posuzování solventnosti žadatele pomocí metod analýzy velkých dat, navíc existuje riziko vytvoření virtuální šablony standardizovaného "ideálního dlužníka" z hlediska nejen příjmů a platební morálky, nýbrž celkového chování a životního stylu. Jinak řečeno, na displeji robota

musí sám žadatel vypadat jako robot s ideálními parametry. Pokud by se takový přístup bral všemi zúčastněnými vážně, nebylo by obtížné si jako výsledek představit dystopickou sociální nivelizaci známou z hororových vědeckofantastických knih a filmů. Na druhé straně pokud by zákazníci vážně brán nebyl, pak se nevyhnutelně vyvinou nástroje schopné obcházet robotická kritéria, čímž učiní celou inovaci bezcennou. Proto se nabízí domněnka, že nadšení pro algoritmicky pokročilé fintechové úvěrování lze očekávat spíše ve společnostech se silným vlivem kulturních stereotypů a dostatečným počtem naivních osob nekriticky důvěřujících veřejným a mediálním autoritám než ve společnostech s výrazným zastoupením podezřívavých jedinců s historicky zakódovanou nedůvěrou ve vrchnost a nadáním pro přetvářku.

Bylo by nadmíru optimistické očekávat od P2P-úvěrování schopnost zajistit půjčku (skoro) každému, kdo nemá přístup k úvěrům v tradičních bankách. Technologie samy od sebe dosažení tohoto cíle nezajistí. Úspěšné poskytování úvěrů, jako každá jiná riziková činnost závislá na lidském faktoru, vyžaduje specifickou expertizu. Budování takovéto expertizy je dlouhým a namáhavým procesem. Není jasné, kdo jiný vedle tradičních bank je toho schopen a díky čemu. Vzdušné zámky počítající s existencí davů neuspokojených potenciálních dlužníků z nižších společenských vrstev, kterým „zlé banky“ nejsou ochotny půjčit navzdory výhledu na zisk, stály u zrodu několika iniciativ v oblasti mikrofinancí v rozvojových zemích ještě dlouho před začátkem současného fintechovského boomu. Výsledky byly v lepším případě rozpačité (Lützenkirchen a Weistroffer, 2012). Ačkoli mikro půjčky bez účasti bank skutečně pomohly mnoha lidem v rozvojových zemích vymanit se z bída a rozjet vlastní podnikání, zázračné makroekonomicky významné zvýšení příjmů na hlavu v chudých zemědělských společnostech se nedostavilo. Co naopak vzrostlo, byl rozsah úvěrových podvodů. To znamená, že by nynější rozruch kolem P2P neměl zastřít skutečnost, že toto odvětví je živnou půdou pro zneužití a podvodné praktiky (Bloomberg, 2018; Orca, 2018; Xu, Lu, a Chao, 2015). Přirozeně, lze se tomu bránit a je bráněno, mimo jiné zase za pomoci nástrojů analýzy velkých dat. Každý provozovatel P2P-platfomy je tímto nicméně vystaven dalším nákladům a požadavkům na dodatečný kapitál, jak technologický tak lidský, čímž se jejich množina redukuje někdy do blízkosti množiny tradičních, dostatečně kapitálově a expertně vybavených finančních firem. A tak se předpokládaná revoluce ve finančním zprostředkování podnícená P2P-aktivitami se zatím nekoná.

Často lze narazit na mezeru mezi chápáním významu fintech-úvěrování pro uspokojování zájmů klientů v rozvinutých zemích a na vznikajících trzích. Zatímco na posledně jmenovaných zůstává hlavním tématem finanční inkluze (IMF, 2018) a s ní spojený extenzivní růst úvěrových trhů, ve vyspělých zemích může získání nových (neproblematických) klientů pomocí inovací v hodnocení bonity přinést již jen marginální expanzi. Tam se od nových technologií očekává především úspora nákladů při řízení úvěrového rizika. Existují analýzy naznačující, že rozšíření fintech-úvěrování v ekonomice je pozitivně ovlivněno výší příjmu na hlavu (a zároveň je negativně ovlivněno tržní silou kamenných bank, Claessens a Frost, 2018). A tak nelze vyloučit, že až opadne prvotní euforie z možnosti získat na rozvíjejících se trzích zástupy nových perspektivních dlužníků, přijdou i tam na řadu drobné krůčky v oblasti vylepšení metodologií hodnocení bonity a střízlivé analýzy chování reálně existujících klientů. Pak se tamní fintech-úvěrování nejspíš vrátí do stavu známého z mnoha rozvinutých zemí, v nichž hrstka velkých bankovních hráčů kontroluje nejpokročilejší technologie a ovládá větší část trhu.

Neo banky

Odpovědi na pochybnosti ohledně životaschopnosti P2P-úvěrů jsou pro některé analytiky takzvané neo (nebo challenger-) banky. Tím se rozumí podniky vzniklé na zelené louce v podobě pouhé webové stránky, které nabízí obvyklé bankovní služby jako jsou vklady, platby, pojištění, drobné spotřebitelské a firemní půjčky, přístup k obchodům s cennými papíry atd., ovšem pouze online (Finsia, 2018). V řadě případů tyto firmy nedisponují vlastní bankovní licencí, a tak, aby mohly vyvíjet činnost, potřebují partnerskou banku. Jiné naopak o vlastní bankovní licenci žádají; v takových případech je zákonné požadavky postupně nutí do podoby obtížně odlišitelné od tradičních bank. Koneckonců posledně jmenované v dnešní době dokážou stejně dobře obsluhovat zákazníky, kteří si to přejí, online nebo přes telefon. Ačkoli lze pravidelně číst prorocky o tom, že neo banky překopou krajinu tradičního bankovníctví díky schopnosti ušetřit za provoz poboček a pracovní sílu v klientských zonách, stále se čeká na reprezentativní data ohledně jejich skutečných výdajů za IT-experty, software a údržbu zařízení. Především ale nadšenci dluží veřejnosti vysvětlení ohledně zásadního rozdílu ve službách nabízených neo bankami v porovnání s jejich kamennou konkurencí, odhlédne-li se od rozdílu ve firemní kultuře daných jejich nedávnou dobou vzniku a profesním zázemím zakladatelů, mezi nimiž dominují matematici a inženýři. Mezitím se již řada neo zařízení dostala pod tichou kontrolu tradičních bank, zatímco posledně jmenované často zakládají neo pobočky z vlastní iniciativy.

K tomu, aby aktivity neo bank byly v souladu s obvyklými účetními standardy a regulačními požadavky, budou pravděpodobně zapotřebí výše zmíněné aplikace DLT. Jako důsledek se pak jednou můžeme dočkat toho, že znalost základů blockchainu bude zapotřebí nejen u personálu neo bank, ale též u jejich zákazníků. Tímto ale dojde k přirozenému omezení potenciálního trhu pro služby neo bank, přinejmenším do doby, než se základní znalosti DLT stanou součástí výukových osnov na základních školách.

Úvěry a kryptoaktiva

Prozatím se nezdá, že by často vyzdvihované rozšíření kryptoaktiv bylo hlavním definičním znakem možné fintech-revoluce. Kryptoměny především nejsou příliš vhodné pro peněžní tvorbu prostřednictvím úvěrové emise. Byly vymyšleny přesně k tomu, aby moc bank nad tvorbou peněz omezily, ne ji ulehčily. Ve výsledku, navzdory futuristickému žargonu oblíbenému mezi jejich fanoušky, kryptoměny svým fungováním více připomínají peníze používané ve starém Egyptě nebo Sumeru než prostředek směny pro 21. století.

Úloha kryptoaktiv obecně na úvěrových trzích zůstává periferní. Důvod je příbuzný tomu, který byl uveden výše v případě kryptoměn. Institucionalizace tohoto segmentu trhu, doporučovaná několika agilními mezinárodními poradenskými firmami s jasným záměrem zajistit si dopředu tržní podíl na příslušných službách (KPMG, 2018), má hodně znaků *contradictio in adjecto*. Jakmile budou splněny přirozené právní, regulatorní, technické apod. požadavky vyplývající z institucionalizace, stane se z kryptoaktiv skutečně jen další třída finančních nástrojů v řadě, avšak příliš IT-náročná pro běžného investora hledajícího nové možnosti diverzifikovat své portfolio. Vznik kryptoaktiv byl odpovědí na poptávku ze strany osob a skupin vyhýbajících se mainstreamu, nikoli jeho loajálních účastníků. A tak to, co doposavad bylo k dispozici ve smyslu zapojení kryptoaktiv do úvěrování, byly buď konvenční půjčky s kryptoaktivy sloužícími jako zástava anebo poměrně bizarní pokusy půjčovat samotné kryptoměny, i když za podmínek z hlediska ceny a zajištění nesrovnatelně horších než ty, které jsou běžně dostupné v oficiálních měnách od tradičních bank.

Existuje nicméně jedna kategorie aktiv, u níž má blockchain potenciál zajistit průlom: sekuritizace. Jak víme, Velká finanční krize roku 2008 vypukla jako první v segmentu sekuritizovaných úvěrových balíčků, které obsahovaly půjčky pochybné kvality neviditelné pro většinu investorů. Ukázalo se, že tento segment je netransparentní a nesrozumitelný dokonce i pro jinak sofistikované účastníky trhu. Dalo se tedy předejít krizi a taktéž panice kolem subprime-hypoték, která jí předcházela, kdyby v létech, během nichž příslušné úvěry a deriváty na ně navázané vznikly, byly k dispozici vhodné nástroje DLT? Koneckonců takzvaná chain-analýza je hypoteticky schopná dohledat klíčové parametry každého podkladového úvěru a sekuritizovaného nástroje nižší úrovně v libovolném derivátu tohoto typu, takže problém s transparentností by neměl vůbec vzniknout. Přirozeně neexistuje jistota že, za přítomnosti blockchainu, by hromadná sekuritizace byla stejně atraktivní pro tytéž aktéry, kteří ji rozjížděli na začátku tisíciletí. V té době byly výhody netransparentních sekuritizací dostatečně jasné jak neseriózním dlužníkům, tak nezodpovědným věřitelům, zatímco jedinou stranou, která trčila, byli nic netušící investoři na sekundárních trzích.

Obecněji vzato, DLT a speciálně blockchain jsou především inovací v oblasti účetnictví a nikoli inovací tržního mechanismu. Čelní účetní a auditorské firmy si tuto skutečnost již uvědomily a začínají spouštět příslušné komerční produkty pod vlastní hlavičkou (ICAEW, 2018). Schopnost DLT pomoci při odhalování podvodů a manipulací trhu budou nepochybně atraktivní také pro daňové a regulatorní orgány.

Závěr: cestička k bankéři známě se vine?

Financování přes fintech, a zejména úvěrování, do značné míry následuje vývojovou cestu tradičního bankovníctví, i když mnohem rychleji. Od počátků založených na spontánním zprostředkování volných zdrojů mezi jednotlivci se fintech dostal k potřebě udělat tento proces levnějším a efektivnějším nejdříve přes agregaci prostředků v bilancích zprostředkovatelů, pak začal přecházet ze 100% na zlomkové rezervy atd. Poté následovaly první projevy finančního cyklu doprovázené jevy, jako jsou morální hazard, adverzní selekce a nabalující se kriminalita, až k nástupu regulace, institucionalizace a k útěku pod křídla tradičních bank. Tento vývoj může někdy připomínat znovuzrození bicyklu, ovšem s vedlejším efektem rychlejší implementace nových technologií v tradičních finančních institucích pod tlakem (dočasné?) konkurence.

Zdroje

Akiyamen, P. (2018) Neural Networks & Deep Learning—The Revival of HFT? (22. července) <https://towardsdatascience.com/neural-networks-deep-learning-the-revival-of-hft-2bc2c271fba2>

Bloomberg (2018) How China's Peer-to-Peer Lending Crash Is Destroying Lives. (2. října) <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-10-02/peer-to-peer-lending-crash-in-china-leads-to-suicide-and-protest>

Cai, C. (2018) Disruption of financial intermediation by Fintech: a review on crowdfunding and blockchain. Accounting and Finance. doi: 10.1111/acfi.12405

Chervyakov, D., and J. Rocholl (2019) How to make crowdfunding work in Europe. Bruegel (27. března) <http://bruegel.org/reader/How-to-make-crowdfunding-work-in-Europe#recent-developments-in-crowdfunding>

Claessens, S., and J. Frost (2018) Fintech credit markets around the world: size, drivers and policy issues. BIS Quarterly Review, září.

Finsia (2018) What are neo banks and what's their role in the banking system? <https://finsia.com/insights/news/news-article/2018/09/14/what-are-neo-banks-and-what-s-their-role-in-the-banking-system>

- ICAEW (2018) Blockchain and the future of accountancy. <https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/technical/information-technology/technology/blockchain-and-the-future-of-accountancy.ashx>
- International Monetary Fund (2018) The Bali Fintech Agenda (říjen) <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2018/10/11/pp101118-bali-fintech-agenda>
- Jagtiani, J., and C. Lemieux (2018) The Roles of Alternative Data and Machine Learning in Fintech Lending: Evidence from the LendingClub Consumer Platform. Federal Reserve Bank of Philadelphia, Research Dept. WP 18-15 (duben).
- KPMG (2016) Rise of the Robots. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/04/rise-of-the-robots.pdf>
- KPMG (2018) Institutionalization of cryptoassets. A White Paper (listopad) <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/tr/pdf/2019/02/institutionalization-cryptoassets.pdf>
- Lützenkirchen, C., and C. Weistroffer (2012) Microfinance in evolution. DB Research (září).
- Meyer, G., N. Bullock, and J. Rennison (2018) How high-frequency trading hit a speed bump. Financial Times, January 1, 2018 <https://www.ft.com/content/d81f96ea-d43c-11e7-a303-9060cb1e5f44>
- Orca (2018) P2P Risks: Professional analysis of the safety of peer-to-peer lending <https://www.orcamoney.com/p2p-lending-risks/>
- Osipovich, A. (2017) High-Frequency Traders Fall on Hard Times. WSJ (21. března) <https://www.wsj.com/articles/high-frequency-traders-fall-on-hard-times-1490092200>
- Xu, J., Y. Lu, and M. Chau (2015) P2P Lending Fraud Detection: A Big Data Approach. Pacific-Asia Workshop on Intelligence and Security Informatics. doi: 10.1007/978-3-319-18455-5_5, https://www.researchgate.net/publication/300898726_P2P_Lending_Fraud_Detection_A_Big_Data_Approach

Klíčová slova

Fintech-úvěry, analýza velkých dat, blockchain, kryptoaktiva

JEL Klasifikace

G22, G23, G29

A1. Změna predikcí pro rok 2019

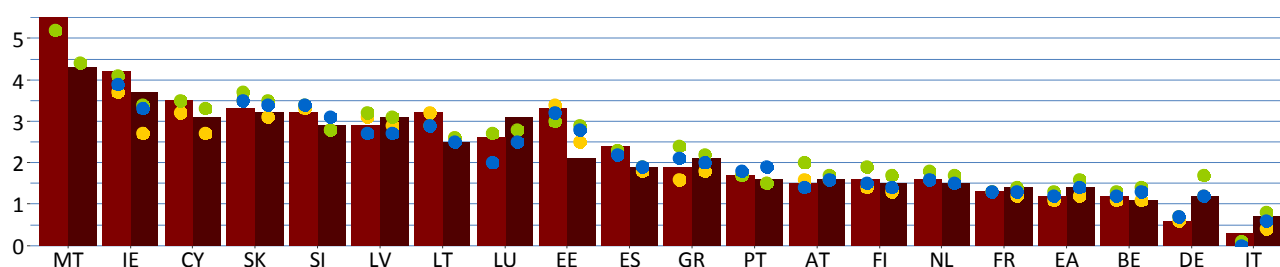
		Růst HDP, %				Inflace, %			
		CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	0	2019/8	0	2019/7	+0,2	2019/5	+0,1	2019/6	0
		2019/7		2019/4		2019/3		2019/3	
US	-0,2	2019/8	+0,3	2019/7	+0,2	2019/5	0	2019/6	-0,1
		2019/7		2019/4		2019/3		2019/3	
UK	-0,1	2019/8	+0,1	2019/7	+0,4	2019/5	-0,2	2019/8	0
		2019/7		2019/4		2019/3		2019/5	
JP	+0,2	2019/8	-0,1	2019/7	-0,1	2019/5	-0,1	2019/7	+0,1
		2019/7		2019/4		2019/3		2019/4	
CN	0	2019/8	-0,1	2019/7	0	2019/5	-0,1	2019/6	+0,1
		2019/7		2019/4		2019/3		2019/6	
RU	-0,3	2019/7	-0,4	2019/7	0	2019/5	+0,1	2019/7	-0,1
		2019/6		2019/4		2019/3		2019/7	

A2. Změna predikcí pro rok 2020

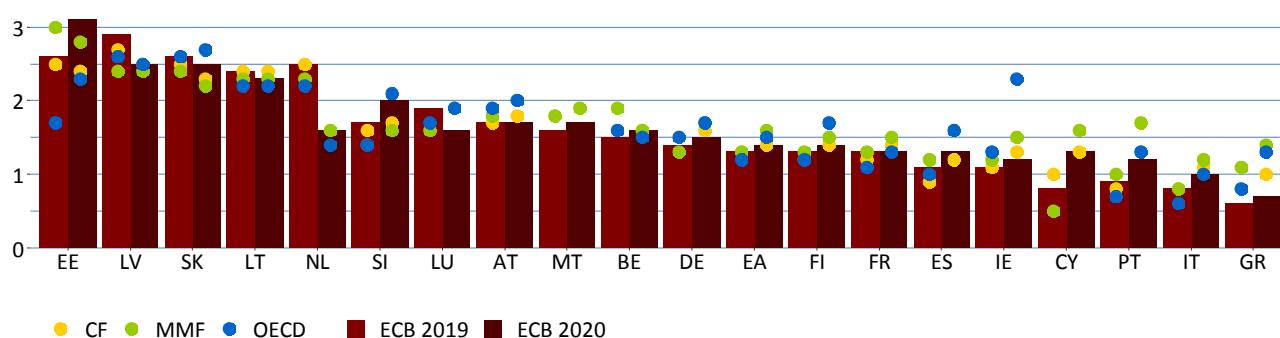
		Růst HDP, %				Inflace, %			
		CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	0	2019/8	+0,1	2019/7	+0,2	2019/5	-0,2	2019/6	0
		2019/7		2019/4		2019/3		2019/3	
US	0	2019/8	0	2019/7	+0,1	2019/5	+0,1	2019/6	0
		2019/7		2019/4		2019/3		2019/3	
UK	-0,1	2019/8	0	2019/7	+0,1	2019/5	-0,3	2019/8	0
		2019/7		2019/4		2019/3		2019/5	
JP	0	2019/8	-0,1	2019/7	-0,1	2019/5	0	2019/7	0
		2019/7		2019/4		2019/3		2019/4	
CN	0	2019/8	-0,1	2019/7	0	2019/5	0	2019/6	0
		2019/7		2019/4		2019/3		2019/6	
RU	0	2019/7	+0,2	2019/7	+0,6	2019/5	0	2019/7	0
		2019/6		2019/4		2019/3		2019/7	

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2019 a 2020, %



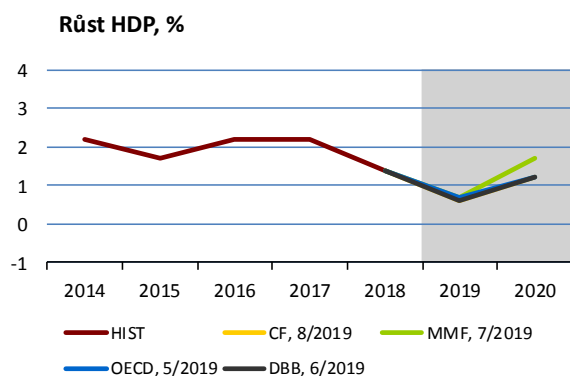
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2019 a 2020, %



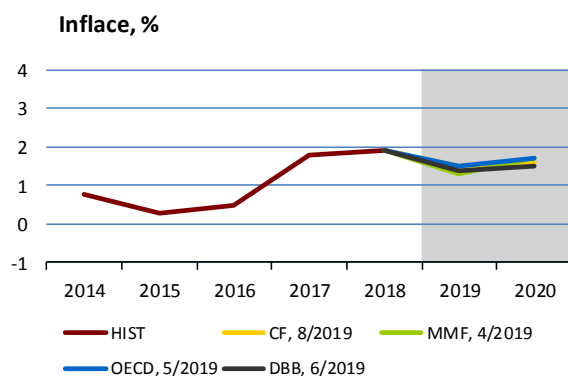
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Německo



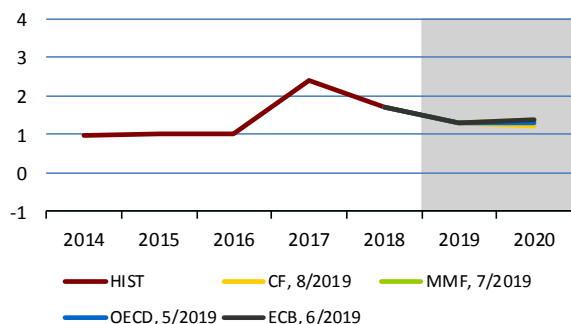
	CF	MMF	OECD	DBB
2019	0,6	0,7	0,7	0,6
2020	1,2	1,7	1,2	1,2



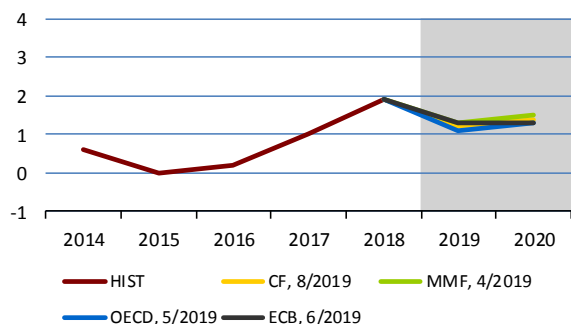
	CF	MMF	OECD	DBB
2019	1,5	1,3	1,5	1,4
2020	1,6	1,7	1,7	1,5

Francie

Růst HDP, %

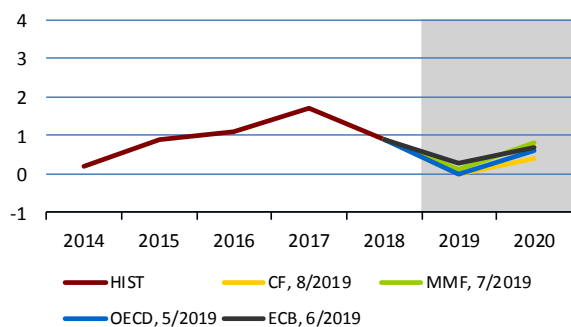


Inflace, %

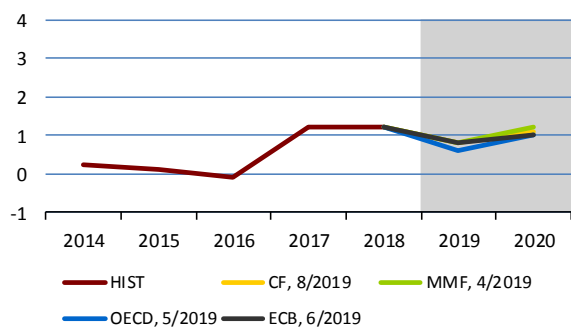


Itálie

Růst HDP, %

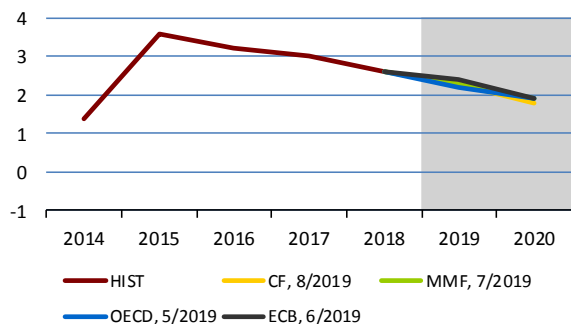


Inflace, %

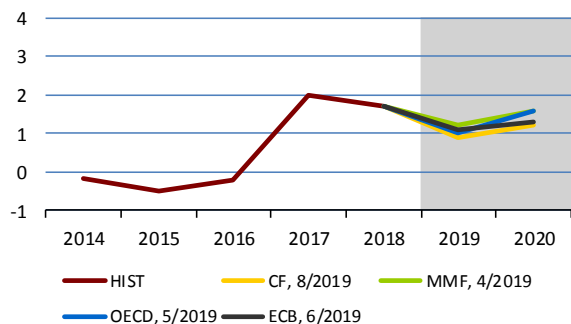


Španělsko

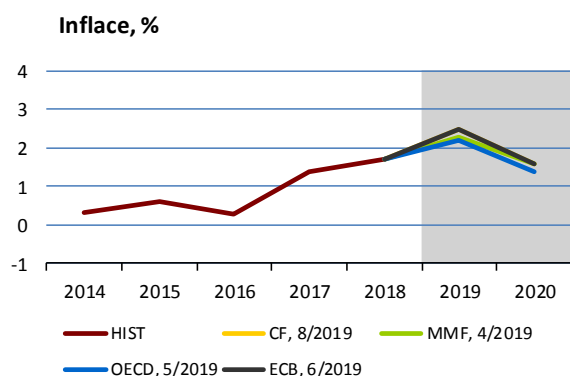
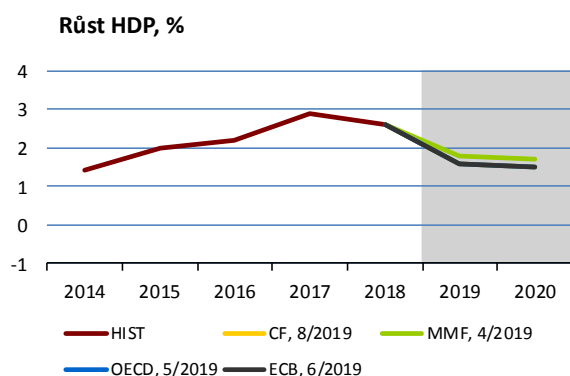
Růst HDP, %



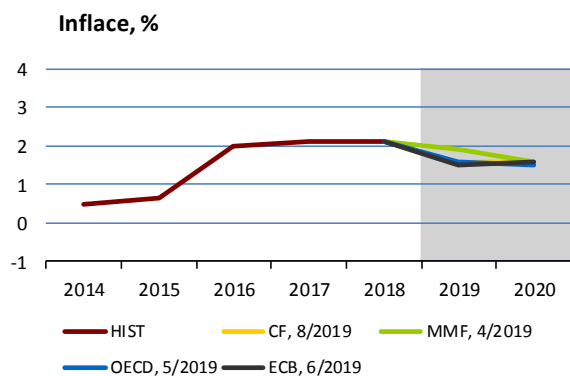
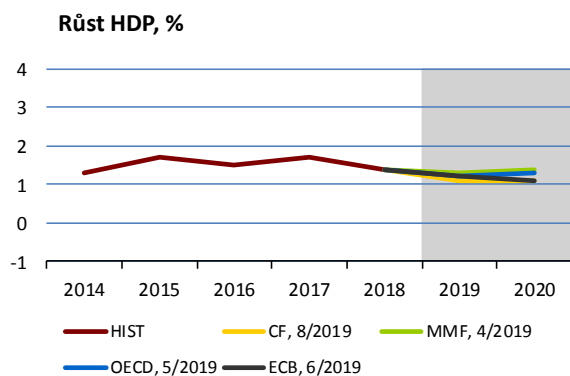
Inflace, %



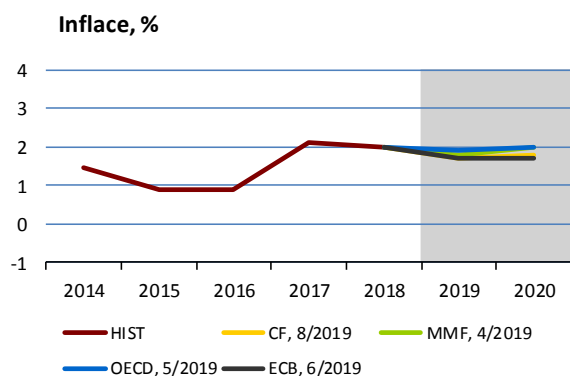
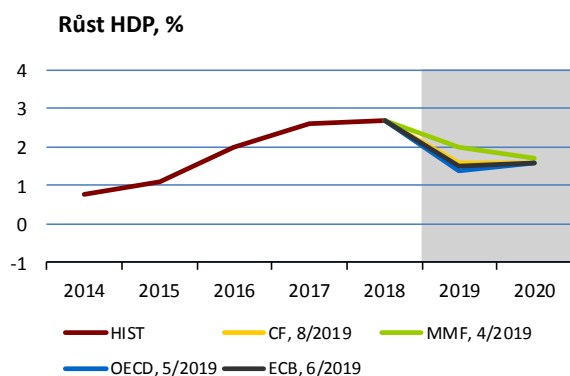
Nizozemsko



Belgie

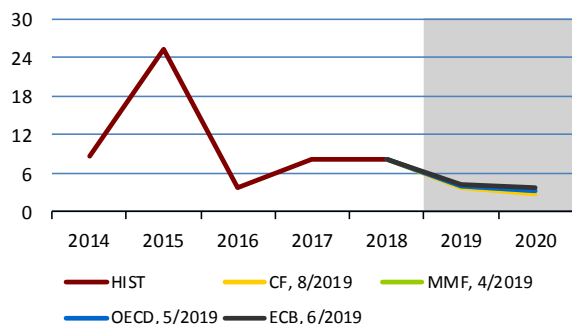


Rakousko



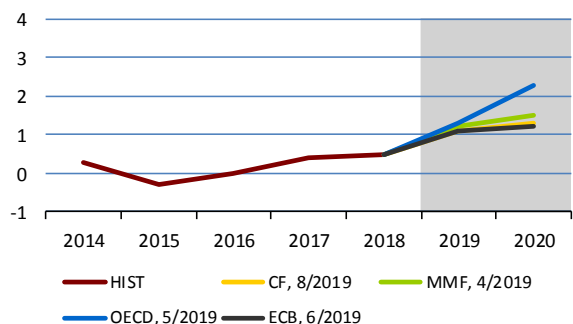
Irsko

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	3,7	4,1	3,9	4,2
2020	2,7	3,4	3,3	3,7

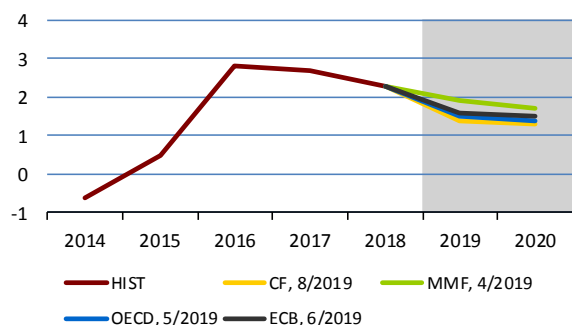
Inflace, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,1	1,2	1,3	1,1
2020	1,3	1,5	2,3	1,2

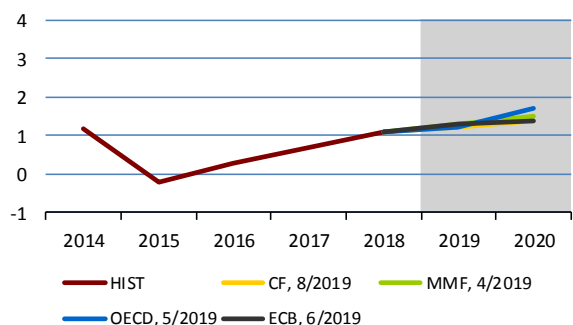
Finsko

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,4	1,9	1,5	1,6
2020	1,3	1,7	1,4	1,5

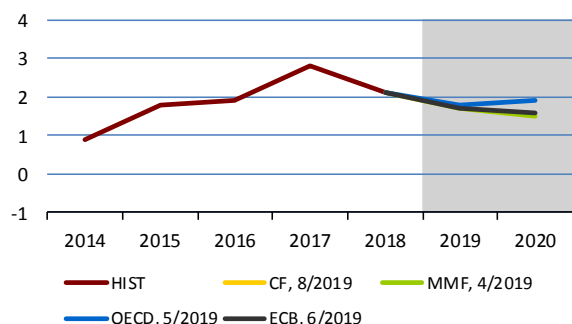
Inflace, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,2	1,3	1,2	1,3
2020	1,4	1,5	1,7	1,4

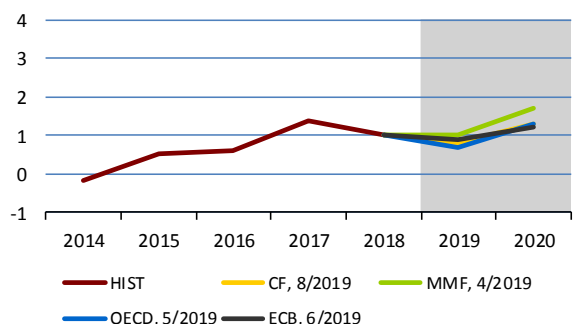
Portugalsko

Růst HDP, %



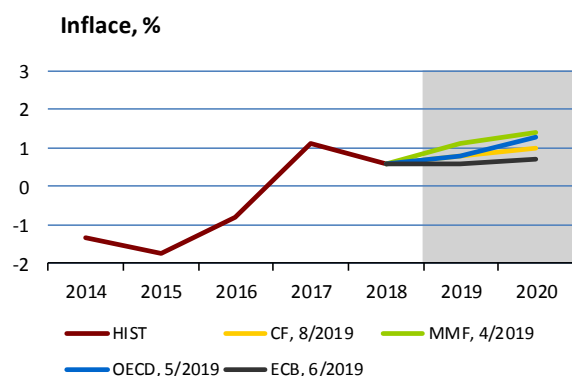
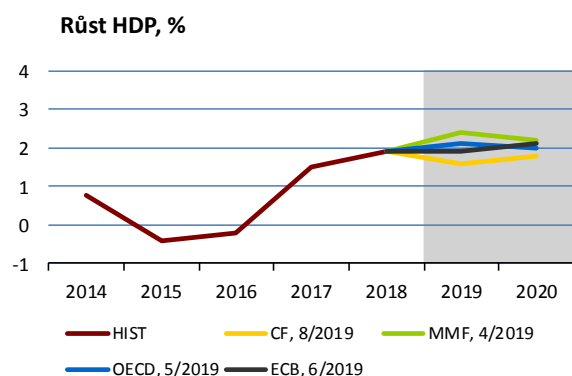
	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,7	1,7	1,8	1,7
2020	1,5	1,5	1,9	1,6

Inflace, %

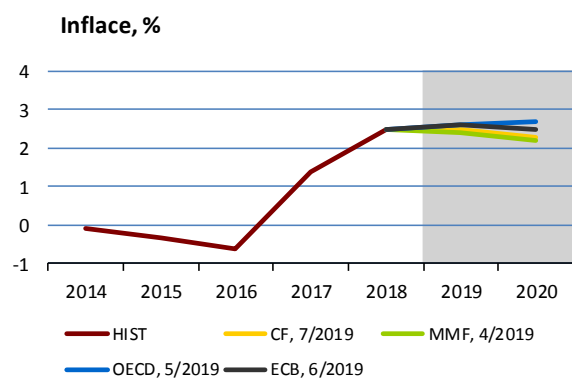
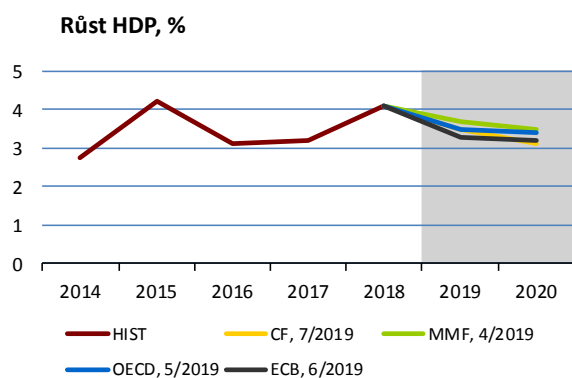


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	0,8	1,0	0,7	0,9
2020	1,3	1,7	1,3	1,2

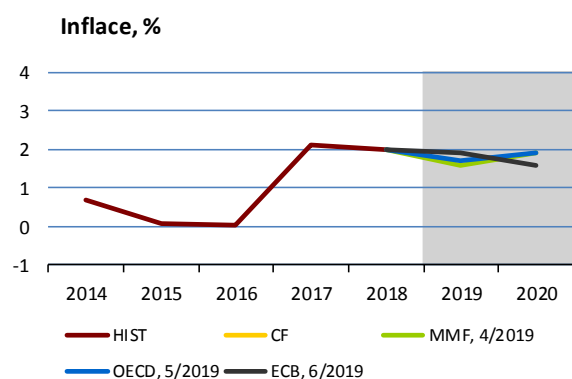
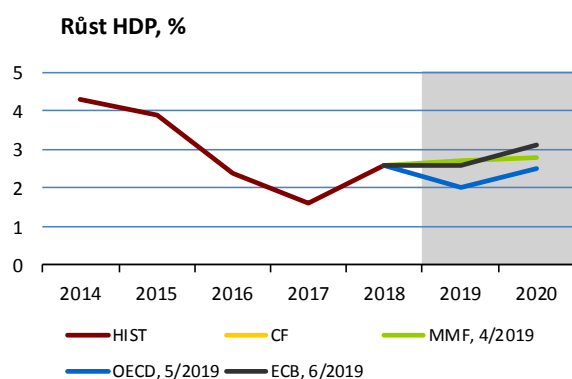
Řecko



Slovensko

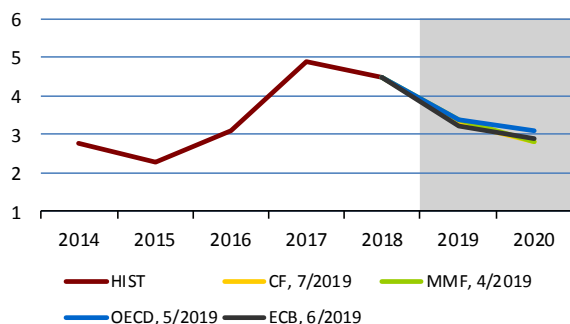


Lucembursko



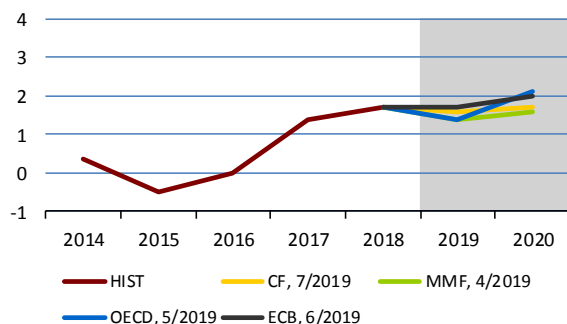
Slovensko

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	3,3	3,4	3,4	3,2
2020	2,8	2,8	3,1	2,9

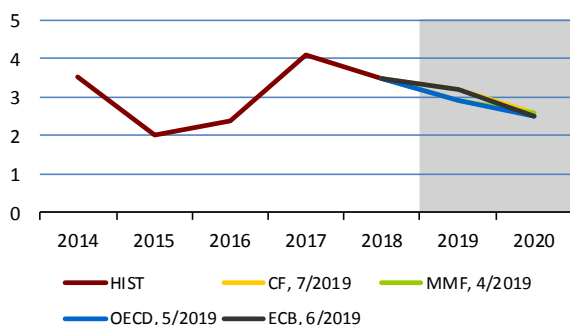
Inflace, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,6	1,4	1,4	1,7
2020	1,7	1,6	2,1	2,0

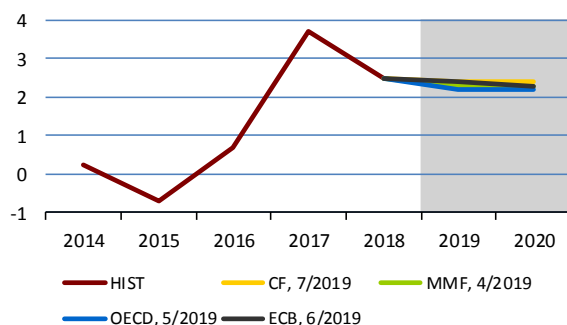
Litva

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	3,2	2,9	2,9	3,2
2020	2,6	2,6	2,5	2,5

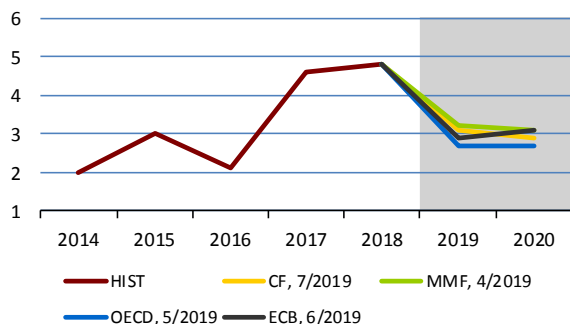
Inflace, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,4	2,3	2,2	2,4
2020	2,4	2,3	2,2	2,3

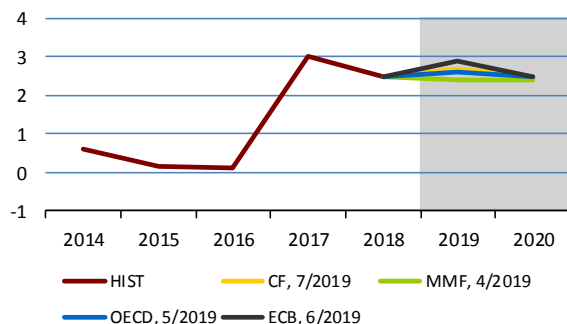
Lotyšsko

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	3,1	3,2	2,7	2,9
2020	2,9	3,1	2,7	3,1

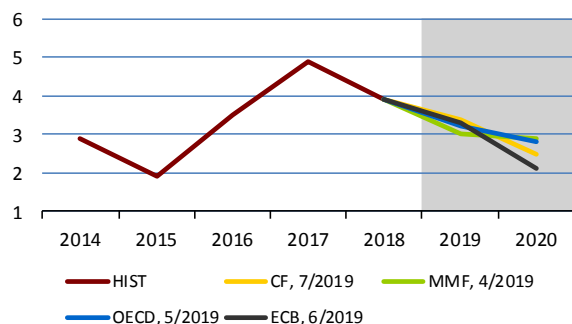
Inflace, %



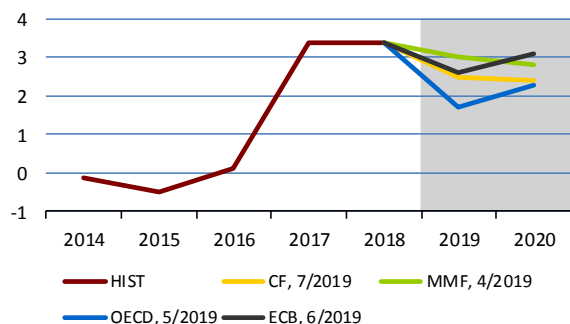
	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,7	2,4	2,6	2,9
2020	2,5	2,4	2,5	2,5

Estonsko

Růst HDP, %

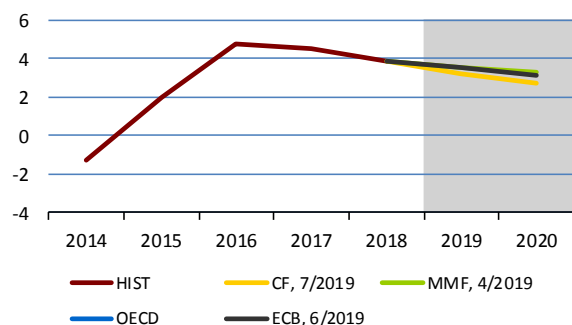


Inflace, %

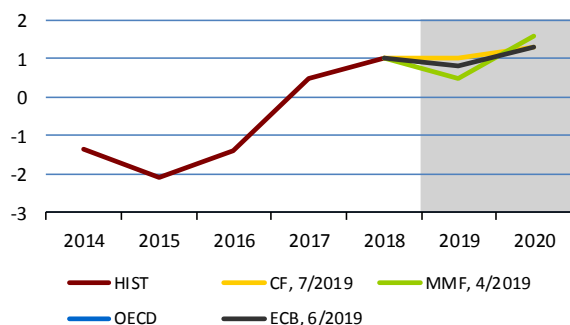


Kypr

Růst HDP, %

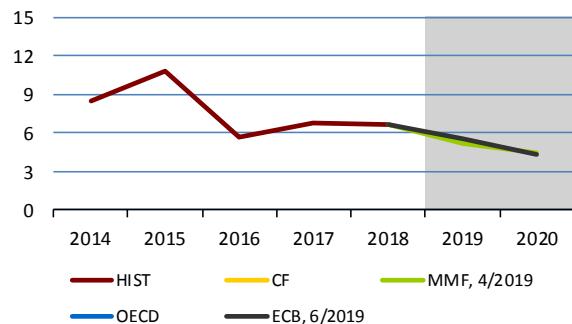


Inflace, %

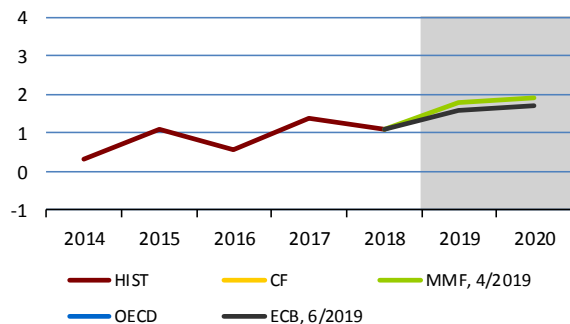


Malta

Růst HDP, %



Inflace, %



A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

AT	Rakousko	IFO	Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich
b	barel	IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
b. b.	bazický bod (setina procentního bodu)	ISM	Institute for Supply Management
BE	Belgie	IT	Itálie
BoE	Bank of England (centrální banka Spojeného království)	JP	Japonsko
BoJ	Bank of Japan (centrální banka Japonska)	JPY	japonský jen
CB	centrální banka	LIBOR	úroková sazba britského mezibankovního trhu
ConfB	Conference Board Consumer Confidence Index	LME	London Metal Exchange
CBR	Centrální banka Ruské federace	LT	Litva
CF	Consensus Forecasts	LU	Lucembursko
CN	Čína	LV	Lotyšsko
CNY	čínský žen-min-pi	MKT	Markit
CXN	Caixin	MMF	Mezinárodní měnový fond
CY	Kypr	MT	Malta
ČNB	Česká národní banka	NIESR	National Institute of Economic and Social Research (UK)
DBB	Deutsche Bundesbank (centrální banka Německa)	NKI	Nikkei
DE	Německo	NL	Nizozemsko
EA	eurozóna	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
ECB	Evropská centrální banka	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
EE	Estonsko	OPEC+	členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
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	QE	kvantitativní uvolňování
EU	Evropská unie	RU	Rusko
EUR	euro	RUB	ruský rubl
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	SI	Slovinsko
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	SK	Slovensko
FI	Finsko	UK	Spojené království
FOMC	Federální komise pro volný trh	UoM	University of Michigan Consumer Sentiment Index
FR	Francie	US	Spojené státy americké
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	USD	americký dolar
GBP	britská libra	USDA	Ministerstvo zemědělství (USA)
GR	Řecko	WEO	World Economic Outlook
HDP	hrubý domácí produkt	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
ICE	Intercontinental Exchange	ZEW	Centre for European Economic Research
IE	Irsko		
IEA	International Energy Agency		

