

Příležitost fixovat za nízké sazby, když úroková křivka spadla na dno

- **Plochá úroková křivka na minimech = očekávání oživení ekonomiky mezi „U“ a „L“.**
- **Pokud nečekáte už jen slabou ekonomiku a záporné sazby ČNB, vybízí úroková křivka k zafixování nízkých úrokových nákladů na dlouho.**
- **ČNB pravděpodobně do roka směr sazeb neotočí, to však neplatí o tržních sazbách. Lekce z minula: raději fixovat příliš brzy za nízké sazby než trochu pozdě za vyšší sazby.**

Koronavirová krize utnula nejen období prosperity, ale také úrokový cyklus. ČNB srazila své sazby ke dnu. Spadly také sazby na finančním trhu, který započítává možnost ještě mírného snížení sazeb ČNB a pak setrvání u dna, kam až oko dohlédne. Je čas využít aktuální krizové situace k budoucím úsporám úrokových nákladů, nebo máme doufat, že sazby půjdou ještě níže?

TRŽNÍ OČEKÁVÁNÍ: NĚCO MEZI „U“ A „L“

Bleskový a hluboký propad ekonomiky vedl k rychlému snížení úrokových sazeb ČNB o 200 bazických bodů víceméně na dno. Oproti minulým krizím, kdy centrální banka také snižovala sazby, v tomto případě ke dnu bleskově spadly také sazby po celé délce úrokové křivky. Nebyl to roky trvající proces jako v době hospodářské krize po roce 2008. Tentokrát celá úroková křivka skokově spadla zpět k minimům v letech 2015–16.

Téměř plochou křivkou trh započítává, že hluboký propad ekonomiky kvůli covidu-19 a epidemiologickým opatřením bude mít dlouhotrvající dopad na hospodářskou aktivitu, trh práce a inflaci. Když se diskutuje o tvaru a tempu hospodářského oživení po pandemii, úrokový trh aktuálně předpokládá vývoj někde mezi písmeny U a L.

Aktuální pesimismus na úrokovém trhu dává výraznou slevu v úrokových nákladech projektovaných do daleké budoucnosti pro všechny, kdo se nabízených sazeb na trhu rozhodnou využít. Slevu, kterou by si člověk ještě před třemi měsíci a pandemií dokázal jen těžko představit. Je čas tržního pesimismu využít, nebo naopak čekat, že sazby zůstanou dole opravdu na dlouho, případně půjdou ještě níže? Podívejme se na pro a proti z pohledu ekonomiky a kam sazby mohou jít:

OŽIVENÍ EKONOMIKY PO ODEZNĚNÍ PANDEMIE

Propad HDP za dobu karantény zřejmě dosáhne dvouciferného čísla, přičemž po skončení karantény ekonomika ihned nenaskakuje do předchozích kolejí. Výhled hospodářského oživení navíc komplikuje riziko druhé vlny nemoci. Proti dlouhodobé hospodářské slabosti, kterou implicitně úroková křivka započítává, však hovoří skutečnost, že **pokles nenastal kvůli strukturálním defektům v ekonomice, které je třeba napravit, a hospodářská politika se chová proticyklicky** – žádné nucené utahování rozpočtu uprostřed recese jako v letech 2012–13, ale naopak velké uvolnění rozpočtové i měnové. Riziko dopadu případné druhé vlny tlumí naše adaptabilita a nabyté zkušenosti z pandemie.

PŮJDE KŘIVKA JEŠTĚ NÍŽE – ČI DOKONCE DO MINUSU?

Úroková křivka je velmi nízko. Co je nízko, může jít ještě níže. Čekání na nejlepší možnou sazbu a pokusy trefit úplné dno je však problematické, a to ze tří důvodů.

Za prvé, tvar úrokové křivky je ovlivněný úrovní sazeb centrální banky. Úroková křivka je dána očekáváním budoucích krátkodobých sazeb a likviditní prémie (zjednodušeně řečeno). Z toho důvodu je křivka obvykle pozitivně skloněná – sazby s delší splatností jsou vyšší než sazby s krátkou splatností. Trh musí silně započítávat budoucí pokles sazeb centrální banky, aby byla úroková křivka inverzní. Inverzní křivka je anomálií, která občas přichází ke konci období růstu krátkodobých sazeb (viz graf níže). **Inverzní křivka po výrazném poklesu sazeb k minimům by byla anomálie obzvlášť velká.** Trh by musel začít silně započítávat záporné sazby ČNB, aby tržní úrokové sazby přebily likviditní prémie a šly ještě výrazně níže, tj. k nule nebo do minusu.

ČNB zvažuje možnosti nekonvenčních nástrojů včetně záporných sazeb. Proti nim však silně hovoří domácí bankovní systém s přebytkem korunové likvidity a zkušenosti se zápornými sazbami v zahraničí, zejména v eurozóně. Přenést záporné sazby na depozita klientů je pro banky velmi komplikované. Záporná sazba centrální banky by tak byla přímou penalizací bankovního sektoru, jehož vysoký přebytek korun je z velké části dědictvím devizových intervencí. ČNB by vlastně trestala banky, které jsou již i tak pod tlakem zhoršení schopnosti splácet úvěry kvůli současné recesi. Naše centrální banka navíc oproti ECB neřeší, jak udržet pohromadě měnovou unii.

Druhým problémem s čekáním na ještě nižší sazby je to, že aktuální pesimismus na úrokovém trhu může za čas vyprchat. Až ekonomika po koronavirové krizi začne oživovat, tradeři s kotacemi sazeb čekat nebudou a místo dalšího poklesu je začnou zvedat. Riziko zpětného nárůstu sazeb po jejich předchozím propadu je vedle likviditní prémie důvodem, proč je úroková křivka obvykle strmější, když jsou krátké sazby nízko (viz graf níže).

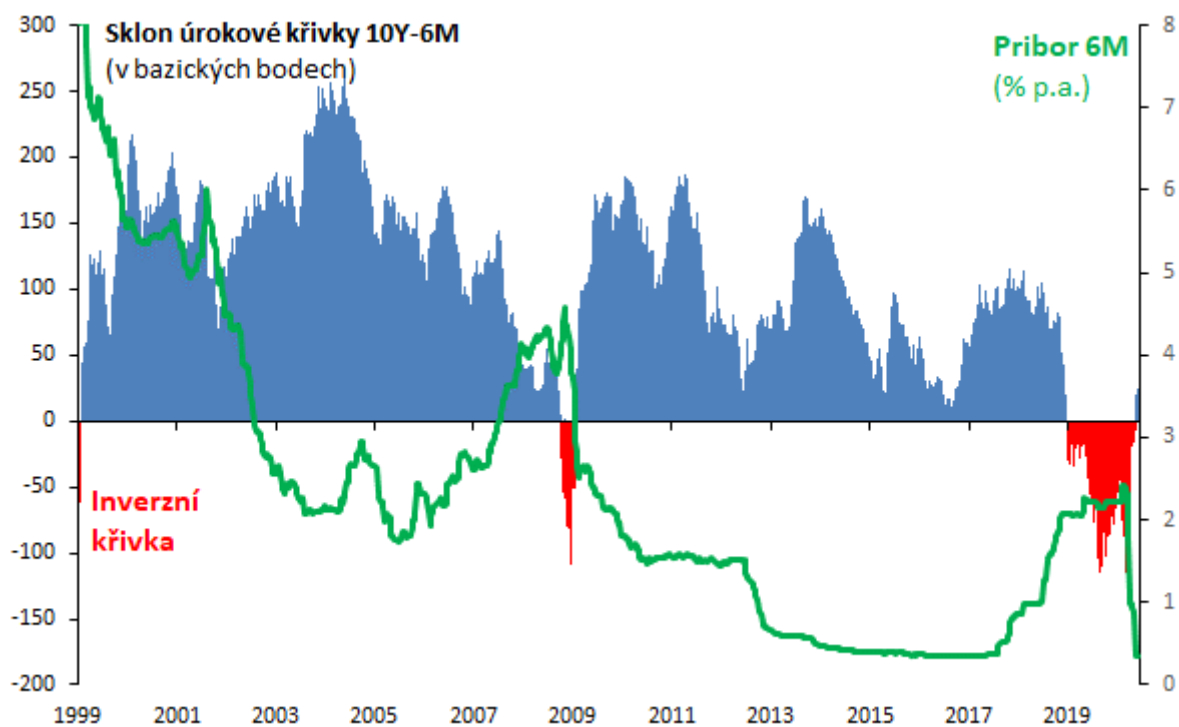
POTENCIÁLNÍ NÁKLADY VS. ÚSPORY

Za třetí, je dobré ještě zvážit minulé zkušenosti, kdy a jak se fixování sazeb vyplatilo a nevyplatilo. Ideální je zafixovat sazby těsně předtím, než začnou růst tržní sazby s delší splatností a poté i sazby centrální banky. V posledním úrokovém cyklu byla takovou ideální příležitostí polovina roku 2016, kdy sazby zajištění byly pouze mírně nad Příborem. Tržní úrokové sazby začaly růst se zhruba ročním předstihem před sazbami centrální banky. Zpětně to vypadá jednoduše, v reálném čase ne.

Naši ekonomové predikují, že díky oživení ekonomiky se ČNB vrátí k pomalému zvyšování sazeb ve třetím kvartálu roku 2021. Pokud to vyjde, léto 2020 se ukáže být ideálním obdobím pro fixování úroků. Možná se však oživení zadrhne, růst sazeb ČNB přijde později a aktuální měsíce tím ideálním obdobím nebudou. Možná nejsme v půlce roku 2016, ale v letech 2014–15, kdy byly sazby také na dně a tržní sazby pouze mírně výše. Fixování sazeb dříve než ideálním okamžikem znamenalo několik kvartálů vyšších nákladů na pevné sazbě (ne na plovoucí). Když však sazby začaly růst, úspory z fixace sazeb kvartály vyšších nákladů rychle vynahrádily. Fixování sazeb v růstovém trendu přineslo také úspory, ale nižší. **Ukázalo se, že je lepší fixovat úroky raději příliš brzo za sazbu u dna s menší jistotou, že sazby ČNB porostou, než trochu pozdě s větší jistotou, ale za vyšší sazbu.**

Pro návrhy a nabídky vhodných zajišťovacích produktů s parametry vyhovujícími vaší situaci kontaktujte naše dealery.

Sklon úrokové křivky a krátké sazby



Zdroj: Česká spořitelna, Bloomberg

Kontakty

Miroslav Plojhar

Market Strategist a Client Solutions

tel: 224 995 520

e-mail: mplojhar@csas.cz

Tomáš Pícek

Manažer obchodů Treasury pro firemní klienty

pro firemní klienty

tel.: 224 995 511

e-mail: tpicek@csas.cz

Obchody Treasury pro korporátní klienty

Vít Horník	Treasury Sales	tel.: 224 995 530	e-mail: vhornik@csas.cz
Jitka Pešková	Treasury Sales	tel.: 224 995 503	e-mail: jjpeskova@csas.cz
Lukáš Moravec	Treasury Sales	tel.: 224 995 585	e-mail: lmoravec@csas.cz

Obchody Treasury pro střední a malé podniky

Richard Matysčák	Treasury Sales	tel.: 224 995 575	e-mail: rmatyscak@csas.cz
Jan Urich	Treasury Sales	tel.: 224 995 545	e-mail: jurich@csas.cz
Petr Lojka	Treasury Sales	tel.: 224 995 529	e-mail: plojka@csas.cz
Robert Vítík	Treasury Sales	tel.: 224 995 584	e-mail: rvitik@csas.cz
Lukáš Macháček	Treasury Sales	tel.: 224 995 500	e-mail: lmachacek@csas.cz
Marie Bartošová	Treasury Sales	tel.: 224 995 573	e-mail: mabartosova@csas.cz
Daniel Maděra	Treasury Sales	tel.: 224 995 583	e-mail: dmadera@csas.cz

Důležitá upozornění (tzv. disclaimer)

Tento dokument byl vytvořen jako doplňkový zdroj informací k podpoře a marketingu transakcí, kterými se dokument zabývá. Není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů, komodit či jiných finančních instrumentů ani nabídkou na účasti na obchodní strategii. **Tento dokument je marketingový dokument Obchodů Treasury České spořitelny, a.s. Tento dokument není research report a nebyl připraven nezávislým researchem České spořitelny, a.s.** Názory v tomto dokumentu, pokud není řečeno jinak, jsou názory autorů a mohou se lišit od názoru researche České spořitelny, a.s. Tento dokument je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak **Česká spořitelna, a.s. neručí za správnost a úplnost uvedených informací.** Názory v materiálu prezentované odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. **Veškeré informace a doporučení jsou pouze pro ilustraci a jsou ve své podstatě předběžné a obecné.** Další informace o možných transakcích jsou dostupné na vyžádání. V případě plánovaného uskutečnění transakce musí být informace v tomto dokumentu plně nahrazeny „term-sheet“ či prospektem. **Rozhodnutí uskutečnit transakci by mělo být pouze na základě finálního „term-sheet“ či prospektu.** Minulá výkonnost finančních nástrojů nezaručuje srovnatelnou budoucí výkonnost. Různé finanční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna, a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Česká spořitelna, a.s., Erste Bank Group, jejich dceřiné společnosti a klienti mohou mít pozice ve finančních nástrojích uvedených v dokumentu, mohou obchodovat s finančními nástroji společností uvedených v dokumentu nebo mohou společností uvedených v dokumentu poskytovat investiční nebo bankovní služby. **Správním úřadem vykonávajícím dozor nad Českou spořitelnou, a.s. je Česká národní banka.**