

## ČS: ECB na prahu zvyšování, ještě není pozdě se bránit

- **ECB se blíží prvnímu zvýšení sazeb od 2011, v prostředí rekordně vysoké jádrové inflace a rekordně nízké nezaměstnanosti**
- **Trhy započítávají růst sazby o 175bp do 1 roka, což je o hodně výše než predikce ekonomů**
- **Rozhodnutí, jak se bránit růstu úrokových nákladů, založte raději na modelování nákladů podle scénářů, než na pokusech sazby předpověd'**

**Kdo jste jako děti hrávali gamesy typu dungeon, jistě si pamatuje na dilema, zda využít tlačítka LOAD,** když se průběh hry pořádně zkomplikoval a nevěděli jste jak dál. LOAD-nout se zpět a začít problém řešit znovu a jinak měl však úskalí, že se ve hře seknete ještě více. Podobné dilema vidíme na úrokových sazbách. V nejvyšší inflaci za tři dekády vedle sebe máme rekordní reakce centrálních bank, které nás nejvíce ovlivňují: ČNB zvyšuje sazby rekordním tempem a ECB inflaci rekordně ignoruje. **Porovnáme-li plovoucí sazby na úvěrech 6%+ na PRIBORu vs. efektivně nula na EURIBORu, není divu, že je pro mnoho firem lákavé se LOAD-nout do dosud nízkých eurových sazeb. Takové LOAD-nutí může být pro jednu firmu pěkná příležitost, ale pro jinou recept na průšvih.** Sejde na kombinaci vstupních podmínek firmy, změny těchto podmínek v čase i jak monitoruje a řídí rizika. LOAD-nout se s financováním do eur s sebou přináší nejenom změnu úrokového a kurzového rizika, ale také dopady účetní a daňové. **Na toto komplexní a aktuální téma pořádáme v úterý 7. června od 9:00 webinář ve spolupráci s PricewaterhouseCoopers Audit, na který Vás srdečně zveme - [www.csas.cz/cs/firmy/page/treasury-seminar](http://www.csas.cz/cs/firmy/page/treasury-seminar).** Dnes se podíváme na úrokové riziko pro firmy, které již eurové úvěry mají a jedou dosud na plovoucí sazbě.

### ECB NEDOBROVOLNĚ MĚNÍ NÁZOR

**Prezidentka ECB Lagarde říká, že záporné sazby v Eurozóně skončí do konce třetího kvartálu.** To je značný obrat od první letošní tiskovky, kdy z ní novináři sérii dotazů vymámili, že si není jista svým zarytým tvrzením o stabilních sazbách minimálně do 2023. Obrat je to velký a nedobrovolný. Návalu argumentů o inflaci není možno vzdorovat, když inflace nad 8% není to jenom o energiích a potravinách. Jádrová inflace se blíží 4%. Míra nezaměstnanosti 6,8% je nejnižší za celou dobu fungování měnové unie. Prezidentka Lagarde volí rétoriku zvyšování sazeb po 25 bazických bodech jako ústupovou variantu proti tlakům zvyšovat sazby po 50 bazických bodech, jak volají centrální bankéři ze Severního křídla. Na rozdíl od holubičích radních ČNB Dědka a Michla volí taktiku raději udělat s jestřáby kompromis, než se nechat přehlasovat a pak sledovat ještě výraznější růst sazeb.

**Prezidentka Lagarde brzdí růst sazeb v obavách, aby zrychlující růst cen sazbami nepodsekla.**

Připomeňme, že její předchůdce Mario Draghi strávil 8leté funkční období bojem s nedostatkem inflace. Přestřelit inflaci je proto pro ECB žádoucí. Vyšší inflace řeší staré bolístky, zejména předlužení Jižního křídla měnové unie. Dluhový problém Itálie je s velmi nízkou inflací neřešitelný. S nominálním růstem italské ekonomiky přes 5% a sazbami financování 2%-3% se dluh vůči ekonomice pěkně snižuje. Odvrácenou stranou jsou ztráty reálné hodnoty dluhopisů. Z části ztráty realizuje ECB, což asi nikomu žily netrhá. Zprostředkovaně je však ztráta přenesena dále na všechny, kdo drží nejenom eurové dluhopisy, ale také úspory v eurech na bankovních vkladech. Ztrátu zprostředkovaně bere mnoho lidí v Eurozóně. S velkou dávkou zjednodušení jsou to více lidé ze Severního křídla Eurozóny, protože tolik nezískají z ředění vládních dluhů v porovnání s poklesem kupní síly úspor. Severní křídlo zatím v sazbách nerevoltuje. Kolega Vítek říká, že Němce v evropských otázkách většinou umlčí zmínka o historické vině. To však nemusí vydržet napořád, když bude eroze kupní síly úspor pokračovat.

## NEPREDIKUJTE SAZBY, RADĚJI MODELUJTE NÁKLADY

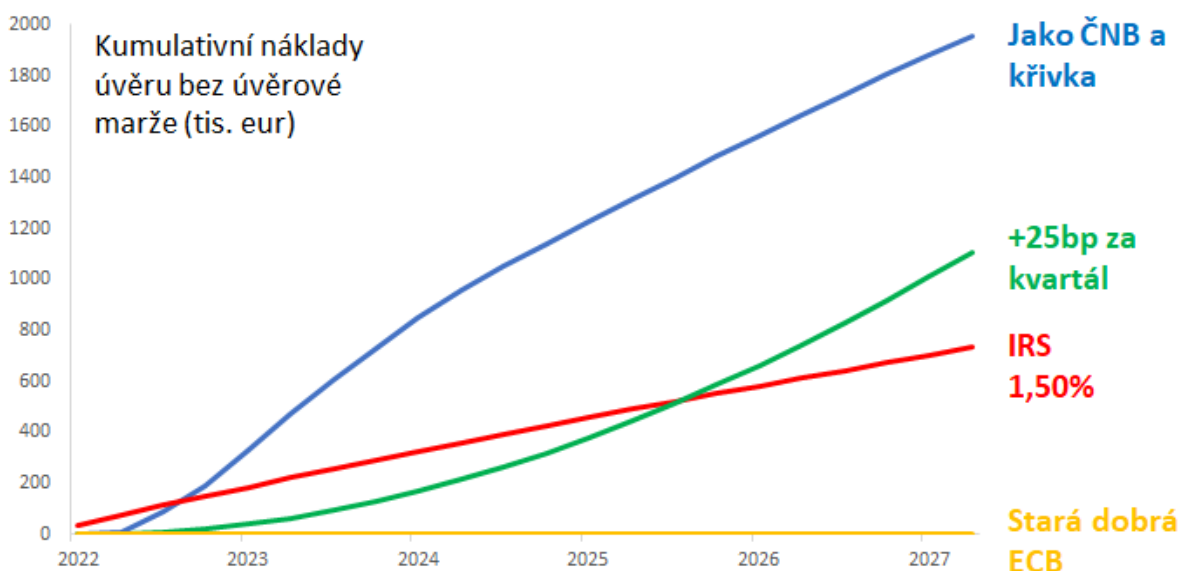
### Úrokové riziko financování v eurech se podobá situaci riziku financování v korunách před rokem.

Centrální banka je také blízko startu cyklu zvyšování sazeb, který je již z části započítán v tržních sazbách. Trh aktuálně započítává růst sazby ECB o 175 bazických bodů do 1 roku a poté velmi pomalý nárůst v následujících letech. Fixovat nebo nefixovat úrokové náklady? Konsensus ekonomů ukazuje sazbu ECB 0,50% do konce letošního roku a necelé 1% na konci 2023. Optikou předpovědí ekonomů není třeba ohledně úrokového rizika panikařit a fixovat náklady se nevyplatí. **Jenže, co když ty předpovědi nevyjdou?** Podle rok starých předpovědí by měl být PRIBOR dnes něco přes 1% a trh započítával mírně přes 1,5%.

**Sazby ECB se budou téměř jistě vyvíjet jinak než sazby ČNB.** Přesto má smysl modelovat vývoj eurových úrokových nákladů podle scénáře sazeb ČNB (+pokračování podle úrokové křivky) a porovnat je s modelovanými náklady podle fixace úrokovým swapem, sazeb beze změn či rostoucích sazeb o 25 bazických bodů za kvartál (viz graf). Budoucí vývoj sazeb stejně netrefíme, když jej netrefují týmy Ph.D. ekonomů z centrálních bank. Růst sazeb ECB, ve šlépějích ČNB, nad 5% vypadá fantasmagoricky! Připomeňme však, že eurové sazby byly 5% s nižší celkovou inflací, mnohem nižší jádrovou inflací a vyšší nezaměstnaností (viz druhý graf). **Porovnání výsledků modelování podle scénářů nedá jistotu, jak se správně rozhodnout. Pomůže si však ujasnit, jaká úroková rizika podstupujete a kolik stojí je eliminovat.** Kdo si toto cvičení udělal na korunách před rokem a fixoval náklady v rostoucí úrokové křivce navzdory předpovědím, je s financováním v korunách stále v pohodě.

**Volejte našim dealerům pro návrhy a nabídky vhodných zajišťovacích produktů a jejich parametrů přesně podle Vaší situace!**

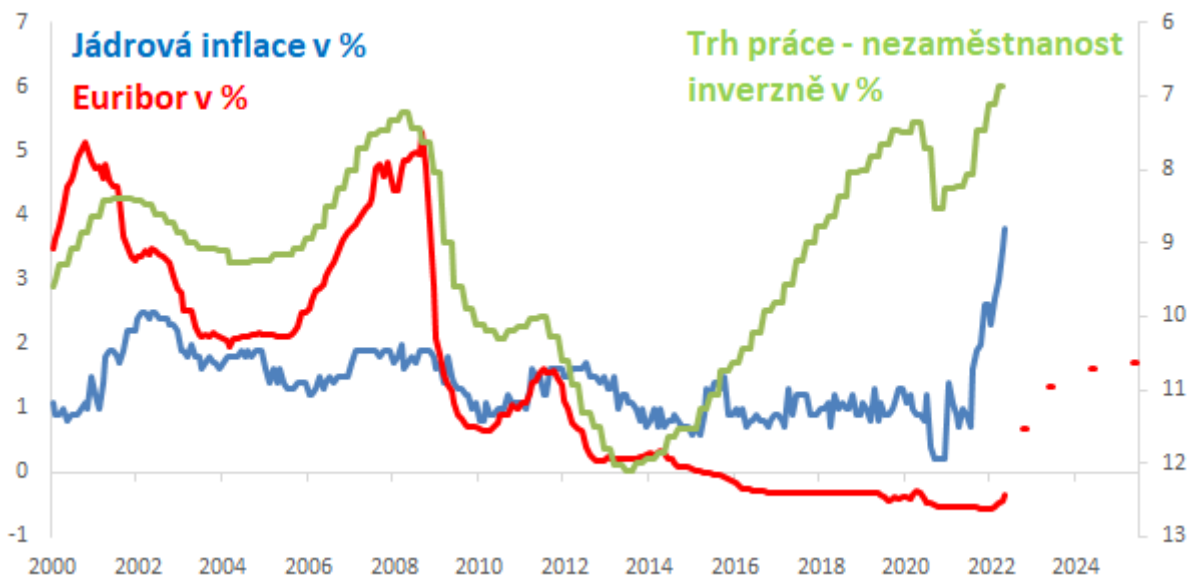
### Příklad modelování úrokových nákladů podle scénářů sazeb



Poznámka: Úvěr 10mil.eur na 5let, kvartálně částečně amortizovaný.

Zdroj: Česká spořitelna, Bloomberg

## Eurové sazby jsou nízko vůči jádrové inflaci a míře nezaměstnanosti



Zdroj: Česká spořitelna, Bloomberg

## Kontakty

### Miroslav Plojhar

Market Strategist a Client Solutions  
tel: 224 995 520  
e-mail: [mplojhar@csas.cz](mailto:mplojhar@csas.cz)

### Tomáš Pícek

Manažer obchodů Treasury pro firemní klienty  
pro firemní klienty  
tel.: 224 995 511  
e-mail: [tpicek@csas.cz](mailto:tpicek@csas.cz)

### Obchody Treasury pro korporátní klienty

|                      |                |                   |  |
|----------------------|----------------|-------------------|--|
| <b>Vít Horník</b>    | Treasury Sales | tel.: 224 995 530 | e-mail: <a href="mailto:vhornik@csas.cz">vhornik@csas.cz</a>   |
| <b>Jitka Pešková</b> | Treasury Sales | tel.: 224 995 503 | e-mail: <a href="mailto:jjeskova@csas.cz">jjeskova@csas.cz</a> |
| <b>Lukáš Moravec</b> | Treasury Sales | tel.: 224 995 585 | e-mail: <a href="mailto:lmoravec@csas.cz">lmoravec@csas.cz</a> |

### Obchody Treasury pro střední a malé podniky

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

## 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.**