

ČS: Zpřísnit měnové podmínky ve stínu ECB je pro ČNB těžké: je lépe být připraven než se na ni později zlobit

- **Svižné zvyšování sazeb ČNB neutahuje moc měnové podmínky, když je 30% firemních úvěrů v eurech a část korunových úvěrů je zahedgeovaných**
- **Kurzové podmínky jsou dokonce volnější, díky možnosti exportérů prodávat eura na forward za výrazně výhodnější kurz než spotový**
- **Nemělo by překvapit, až ČNB bude muset dále zvyšovat sazby a pokusí se rozhýbat kurz koruny. Je lepší být připraven dopředu než ji později kritizovat**

Říká se, že pro centrální bankéře je jednodušší krotit inflaci než bojovat s deflací, protože úrokové sazby lze zvyšovat prakticky neomezeně, ale snižovat ne. Jenže šlápnout na brzdu k zastavení rozbíhající se inflačně-mzdové spirály je také tvrdý oříšek. ČNB zvedá razantně své sazby a úrokový trh započítává její hlavní sazbu nad 3% do léta (viz graf). Avšak takto svižné zvyšování sazeb utahuje domácí měnové kohoutky podstatně méně, než se zdá, protože žijeme ve stínu měnové politiky Evropské centrální banky.

TLUMENÝ DOPAD NA ÚROKOVÉ NÁKLADY

Naši centrální bankéři se snaží zdrazit financování v ekonomice, aby drželi na uzdě možnosti zvyšovat ceny a mzdy. **Přenos vyšší sazby centrální banky do nákladů úvěrů není nikdy hladký a je zpožděný, protože si lidé a firmy fixují sazby úvěrů na delší dobu.** Domácnosti mají sazby hypoték obvykle na 5 let a déle. Podniky fixují úrokové náklady finančními deriváty. **Podstatnější zádrhel je však v podobě více než 30%-ního podílu eurových úvěrů podnikům,** jejichž průměrná sazba dosahuje podle statistiky ČNB 1,50%. I když se ECB rozhýbe ke zvyšování sazeb už příští rok, bude to asi pomaleji, než by ČNB potřebovala. V prostředí zrychlující inflace nad 5% a sazeb úvěrů jen 1,5% se měnové podmínky na eurových úvěrech uvolňují.

LEPŠÍ KURZY ZA PRODANÁ EURA

Eurovými úvěry problém efektivity domácí měnové politiky nekončí. V minulosti býval prodlouženou rukou úrokových sazeb ČNB kurz koruny. Když ČNB zvýšila sazby nad ECB, koruna posílila a pomohla utlumit inflaci. Jenže tato vazba se zadřela po devizových intervencích a je stále zadřená, více než čtyři roky po jejich skončení. **Rostoucí sazby ČNB kurzové podmínky dokonce částečně uvolňují. Vývozci totiž prodávají své budoucí eurové příjmy za výrazně výhodnější kurz** právě díky rozdílu mezi sazbami na koruně a na euru. Kurz s dodáním za 2 roky je 27,00 oproti dnešnímu kurzu 25,50, tedy lepší o 6%.

BRZDIT O TO VÍCE, KDYŽ JE EFEKT MENŠÍ

Svižný růst sazeb ČNB českou ekonomiku zatím nebrzdí. To je krátkodobě dobrá zpráva, když je hospodářské oživení po pandemii slabší, je tu krize s energiemi, a pořád tu straší riziko covidových lockdownů. Ukáže-li se však příští rok, že inflace není jenom o růstu nákladů a zrychlí-li růst mezd, **snížená efektivita**

domácí měnové politiky bude problém. ČNB bude muset šlápnout na brzdu o to více, ale nebude to jednoduché. Další růst sazeb si totiž dost pravděpodobně vyslouží více kritiky než „jenom“ od ministryně financí, protože lidé vnímají silněji rostoucí nominální sazby než záporné reálné sazby. Navíc, rozevírání nůžek mezi korunovými a eurovými sazbami podpoří trend přechodu firem na eurové financování.

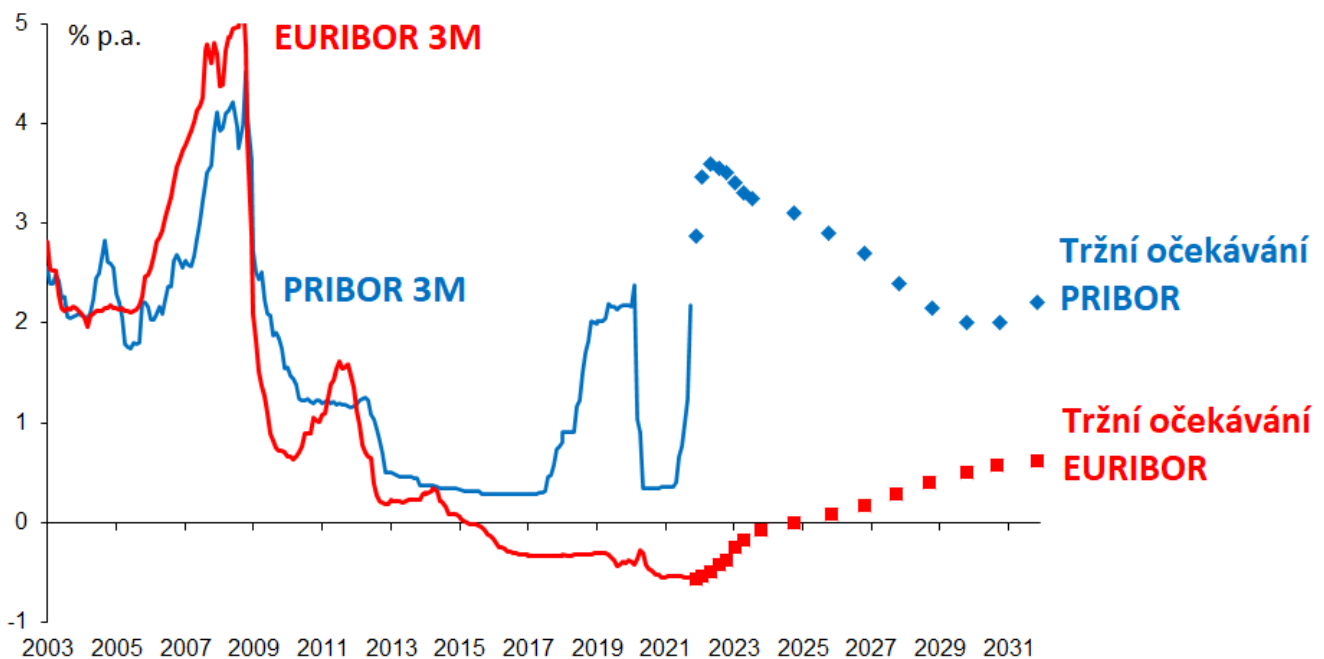
Proto se vedle vyšších sazeb nabízí pročistit zadřeny kanál kurzu koruny. První krok tímto směrem Na Příkopech již udělali 21. října, když vyhlásili obnovení prodeje výnosů z devizových rezerv. Tyto prodeje by prý neměly významně ovlivnit kurz. To je aktuální pozice banky, která se však může změnit. Hranice, kdy prodeje výnosů z rezerv ještě neovlivňují kurz a kdy už ano, ta je dost mlhavá. Rozjede-li se kurz koruny za přispění prodeje rezerv ČNB, centrální bankéři si asi také vyslouží dost kritiky.

NESPÍLEJTE POZDĚJI SVÉMU CENTRÁLNÍMU BANKÉŘI

Toto zamyšlení není adresováno do ČNB, co by měli dělat. Je to upozornění, že by nemělo by být překvapením, až ČNB bude muset šlapat na brzdu ještě více. **Pokud by Vás to mělo bolet na úrocích nebo kurzu, je lepší být připraven dopředu a nespílat později centrálním bankéřům, že dělají, co udělat musejí.**

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

Nůžky mezi korunové a eurové sazby se nejprve silně rozevírají a pak mírně přivírají



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: jjeskova@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.**