

Tržní sazby pod taktovkou ČNB rostou – zvažte zajištění po schodech

- **Tradeři následují predikci ČNB a započítávali do tržních sazeb relativně svižný růst sazby PRIBOR od poloviny letošního roku na 1,50 % během roku 2022**
- **Delší trvání epidemie a silná koruna jsou hlavními překážkami brzkého obratu v sazbách, ale ne obratu v horizontu 1 roku a více**
- **Vyšší očekávání na trhu zvyšuje sazbu zajištění úrokových nákladů klasickým swapem. Zvažte fixování stejných úrokových plateb (linearizaci), abyste udrželi nízké náklady v blízké budoucnosti a byli kryti před růstem sazeb PRIBOR**

Úrokový trh neodbytně upozorňuje, že období úrokových sazeb u nuly se krátí. Sazby spadlé na dno pomohly a pomáhají ekonomice v koronavirové krizi. S výhledem jejího konce díky očkování se však také otevírá výhled, že velmi nízké sazby již nebudou třeba a centrální banka bude muset opět řešit inflaci. U nás možná už letos. Trhy plně započítávají do konce roku dvě zvýšení. **Podívejme se na hlavní důvody, ale také překážky obratu v sazbách nahoru, na signály o sazbách z hlavních trhů, a hlavně co se dá dělat, když swapové sazby k zajištění budoucích úrokových nákladů z loňských minim se už vzdálily.**

JAK TO VIDÍ TRH A ČNB?

Tradeři do sazeb plně započítávají dvoje zvýšení úrokových sazeb v letošním roce a poté růst sazby PRIBOR 3M k 1,50 % v letech 2022–23, pak už by měl být růst sazeb pouze mírný. Je to podobný obrázek, s jakým ve své predikci pracují prognostici z ČNB (viz graf). Výhled sazeb je založený na argumentech oživení ekonomiky v důsledku odložené poptávky, silné podpory z veřejných rozpočtů, omezeného dopadu hluboké recese na trh práce a využití kapacit, z čehož plyne riziko zrychlení inflace, která je nad cílem ČNB už 4 roky. **Růst sazeb má však dvě domácí překážky: vývoj epidemie a posilující korunu.**

Výhled rostoucích úrokových sazeb je podmíněn tím, že se výhled konce covidové krize díky očkování stane realitou a ekonomika se vrátí aspoň částečně do starých kolejí. Oproti komentářům z ČNB o možném obratu úroků již v létě aktuální vývoj na covidové frontě naznačuje, že se konec epidemie může protáhnout a růst sazeb oddálit. Očekávání trhu i predikce ČNB o rychlém zvyšování sazeb v letošním roce je dost agresivní, když jsme v únoru stále ještě v lockdownu. Je to však bariéra brzkého růstu sazeb, ne bariéra v horizontu jednoho roku a více.

A CO POSILUJÍCÍ KORUNA?

Druhou bariérou růstu sazeb je posilující koruna. Svědky situace, kdy apreciacie koruny zhatila plány ČNB zvyšovat sazby, už jsme byli mnohokrát. Kurz koruny již zvrátil zhruba $\frac{3}{4}$ oslabení během paniky na trzích loni na jaře. Zatímco koruna na podzim reagovala na druhou covidovou vlnu, v posledních měsících ji statistiky o epidemii prakticky nezajímají. Za tím je nejenom euforie na globálních finančních trzích, ale také masivní zvýšení přílivu eur z reálné ekonomiky díky a) menšímu dopadu koronavirové krize na exporty, než jak tomu bylo na jaře;

b) tlumeným dovozům kvůli uzavírce obchodů; c) výraznému poklesu odlivu dividend (nižší zisky a omezení bank vyplácet dividendy do ČNB). Příliv eur z reálné ekonomiky, měřeno statistikou platební bilance, dosáhl vloni rekordu 7,6 mld. eur.

Kombinace vysokých přebytků z reálné ekonomiky a růstu úrokových sazeb na koruně jako na jediné měně široko daleko by mohla korunu vystřelit vzhůru. A následně zchladit potřebu zvyšovat sazby. Silná koruna je však opět bariérou brzkého růstu sazeb, ne růstu sazeb v horizontu roku či déle. **S oživením ekonomiky totiž fundamentální podpora toků z reálné ekonomiky paradoxně zeslábne**, i když silnější evropská ekonomika podpoří české exporty. Až se otevře naše ekonomika, ožijí jednak stlačené dovozy, ale také odliv dividend. ČNB pak bude mít prostor navýšit své sazby nad eurozónu, aniž by ji v tom příliš rychle posilující koruna zastavila.

TLAKY NA RŮST SAZEB NA HLAVNÍCH TRZÍCH

ČNB je ve svém výhledu sazeb mezi centrálními bankami poněkud osamocená, ale korunové tržní sazby v růstu zdaleka osamocené nejsou. Debata, zda přijde oživení inflace po masivní měnové a rozpočtové stimulaci, není zdaleka jenom u nás. Započítávání oživení inflace je na hlavních trzích patrné na několika frontách: 1) v rostoucích cenách komodit – kovy, ropa i agro, 2) v inflačních swapech (nástroj fixování budoucí inflace) – očekávání inflace na 5 let je v Evropě i v USA už výše než před covidem, a 3) v samotných tržních úrokových sazbách. Sazba desetiletého amerického dluhopisu dosáhla 1,30 % (z loňského minima 0,5 %) a probudily se dokonce i eurové úrokové sazby, kdy desetiletá swapová sazba dosáhla 0 % (z loňského minima -0,30 %).

DO KOPCE STRMĚJŠÍ ÚROKOVÉ KŘIVKY SE JDE LÉPE PO SCHODECH

Vyšší očekávání traderů, že úrokové sazby PRIBOR porostou, zvyšují sazbu, za kterou se dají zajistit budoucí úrokové náklady úvěrů. A to absolutně i relativně vůči sazbě PRIBOR, tj. úroková křivka je strmější. Ukážou-li se predikce ČNB a očekávání trhů o letošním zvyšování sazeb přehnané (kvůli delší covidové krizi nebo silné koruně), úrokové náklady s úrokovým swapem (IRS) v příštích měsících převýší náklady bez zajištění. A to i když se celé zajištění s ohledem na pozdější růst sazeb PRIBOR celkově vyplatí. Než spekulovat, že sazby PRIBOR vůbec neporostou, **zvažte zajištění úrokových nákladů ne jednou sazbou IRS, ale několika postupně rostoucími sazbami, tzv. step-up swapem.** Tím udržíte nízké úrokové náklady v blízké budoucnosti a současně budete kryti před růstem sazeb, až skutečně začne.

Swap „po schodech“ fixuje celkový objem úrokových plateb (tj. pokrývá úrokové riziko) a zároveň rozloží úrokové náklady v čase. Oproti klasickému swapu s jednou fixní sazbou platíte o něco méně na začátku a naopak o něco více později. **U klasických úvěrů (stejně splátky až do nuly) lze schody úrokového step-up swapu vyladit tak, abyste platili po celou dobu úvěru stejnou částku v korunách (linearizace).**

Příklad: úvěr na 100 mil. Kč na 5 let splácený měsíčně. Pevná sazba IRS aktuálně 1,25 %, což znamená měsíční úrokové náklady od 104,2 tis. na začátku až k 1,7 tis. Kč na konci, jak klesá zůstatek úvěru. Linearizace poskytuje úrokový náklad 53,6 tis. Kč měsíčně po celou dobu úvěru (viz graf).

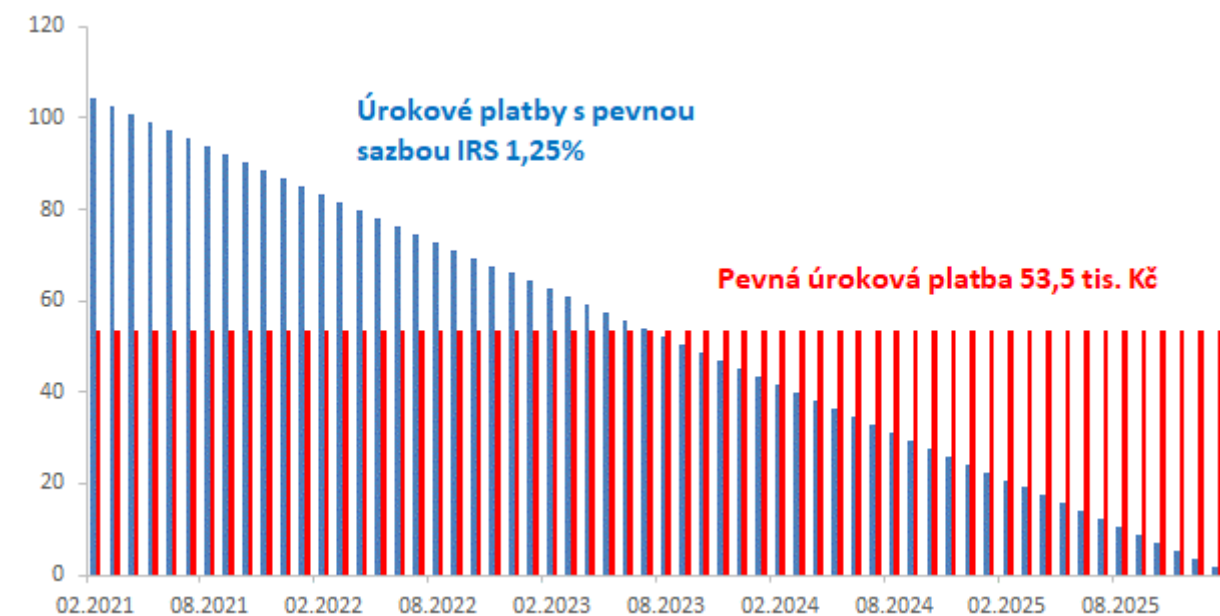
Pro návrhy a nabídky vhodných zajišťovacích produktů s parametry vyhovujícími vaší situaci kontaktujte naše dealery.

ČNB i trhy započítávají svižné zvyšování úrokových sazeb (% p. a.)



Zdroj: Česká spořitelna, ČNB, Bloomberg

Úrokové náklady s pevnou sazbou a s linearizací (v tis. Kč – úvěr 5let, 100 mil. Kč, měsíční splátky)



Zdroj: Česká spořitelna

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: jipeskova@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.**