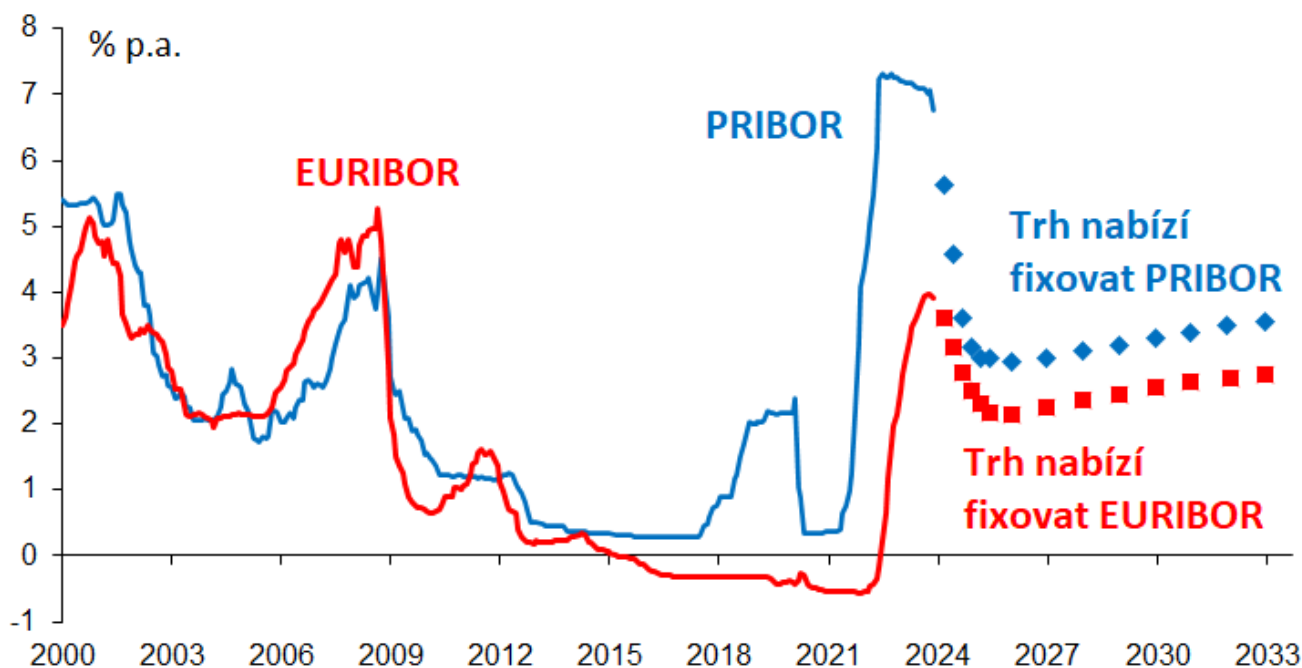


ČS: Trh slibuje poloviční sazby. Lépe vzít ho za slovo

- Tržní křivky započítávají na jaře 2025 korunové sazby ke 3% a eurové ke 2%
- Doufat v návrat ještě nižších sazeb jako před inflační vlnou má překážky, a to změnu makroekonomického prostředí, tj. deglobalizace, války a Green Deal
- Navíc, vysoké sazby centrálních bank měly omezený zpřisňující dopad, a nebyl tu úvěrový boom soukromému sektoru, který by splasknul
- Fixovat nižší sazby svého financování je příslovečný vrabec v hrsti, který se nevyplatí pouze v případě deflační recese

Rok 2024 bude díky zpomalující inflaci ve světě rokem pěkného sešupu v úrokových sazbách po dvou letech jejich prudkého stoupání. Tak to vidí tradeři, který už považují inflační problém za vyřešený a do tržních sazeb započítávají, že peníze letos bude zlevňovat nejenom ČNB, ale už od jara/léta ECB a Fed. Úrokové křivky po propadu tržních sazeb za poslední dva měsíce počítají, že do roka a půl budou sazby zhruba na polovině dnešních úrovní, tj. ČNB ke 3% a ECB ke 2% (viz graf). To jsou výtečné zprávy pro všechny, koho čeká refix hypotéky nebo má podnikové úvěry na plovoucí sazbě. Výtečné zprávy a současně dilema. **Vzít už levnější financování díky sazbám s delší splatností, které trhy aktuálně nabízejí, nebo čekat v krátkých sazbách a doufat, že sazby spadnou ještě mnohem níže, než to vidí trhy a predikce ekonomů?**

Tradeři vidí snížení sazeb nad úroveň minulé dekády a na spodek rozmezí té předchozí



Zdroj: Česká spořitelna, Bloomberg

SAZBY PO SKLUZAVCE DOLŮ

Vzpomínka na velmi nízké sazby před inflační vlnou a pohled vývoj sazeb během posledních úrokových cyklů, to oboje láká čekat a doufat v ještě nižší úroky. Vyjedeme-li si grafy sazeb, vidíme několik podobností: trhy započítávají obrat v úrokovém cyklu s předstihem 12-18 měsíců, tj. indikátor inverzní křivky. Centrální banky obvykle drží sazby na vrcholu zhruba rok, a pak je snižují rychleji, než je zvedaly, a to na nižší úroveň, než bylo předchozí minimum. Pokles sazeb tak obvykle předčí očekávání trhu i predikce ekonomů.

Zkušenosti z minulého vývoje úroků však mohou pořádně zklamat. Aktuální úrokový cyklus se od těch předchozích liší ve 3 podstatných bodech:

1/ EKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ SE MĚNÍ

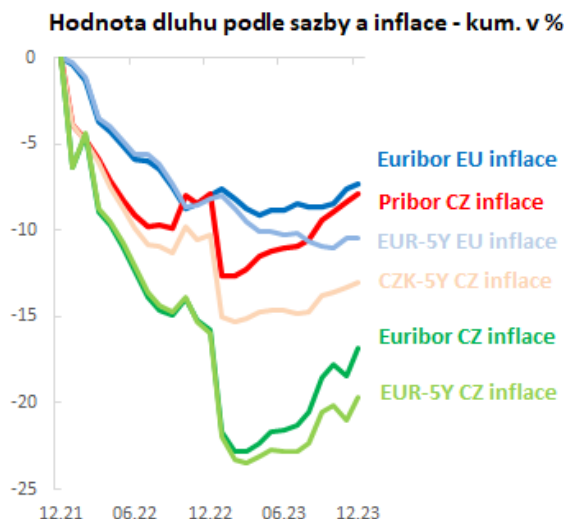
Nejdůležitější, ale těžko kvantifikovatelný rozdíl je obrat v globalizaci, tzv. druhá studená válka a náklady na energetickou transformaci, které nám přivály cenový šok dražších komodit. Od loňska tyto šoky ustupují. Ale těžko předpokládat, že je všem šokům konec, např. situace v Rudém moři.

2/ MASIVNÍ RŮST SAZEB, ALE SLABÝ DOPAD

V tomto cyklu inflace a sazby centrálních bank výrazně přestřelily očekávání trhu. Díky možnosti fixovat na trhu nižší sazby tak na většinu lidí (hypotéky), podniků a vlád strmé zvyšování sazeb centrálními bankami moc razantně nedopadlo. Přidáme-li efekt vysoké inflace, reálná hodnota dluhů po započítání nákladů na financování klesla.

Příklady pro představu, abstrahujeme-li od úvěrové marže: úroky navýšily hodnotu dluhu o necelé 1% na 5-letém eurovém swapu (IRS) až po 14% na Priboru. Započítáme inflaci, tak hodnota dluhu výrazně klesla (viz graf). Nejméně u úvěru na Euriboru o 7%, nejvíce na 5-letém korunovém swapu o 13%. Podíváme-li se na u nás oblíbené eurové úvěry, tedy započítáme-li úvěry na Euriboru a 5-letém swapu přeceněné euro-korunou, a započítáme-li českou inflaci, tak se reálná hodnota dluhu propadla o 17%, resp. 20%.

Hodnota dluhů s úroky za 2 roky reálně klesla



Zdroj: Česká spořitelna, Bloomberg, ČSÚ, Eurostat

Zpomalující inflace reálné sazby opět navyšuje. Proti tomu však jde tržní očekávání rychlého snižování sazeb. To umožní pokračovat s relativně měkkými měnovými podmínkami, tedy s nízkými či zápornými reálnými sazbami, i s předpokládaným zpomalením inflace na 2%.

3/ JINÝ KREDITNÍ BOOM

Související odlišností je absence velkého úvěrového boomu v soukromém sektoru před zvyšováním sazeb, který by kvůli vyšším úrokům a propadu cen aktiv následně zkolaboval a vyvolal krizi ve finančním systému a následnou deflační recesi jako např. ve 2008.

Boom úvěrů soukromého sektoru „zdatně“ zastupují veřejné rozpočty, kdy hlubší deficity se staly novým normálem, např. Amerika má 6% HDP, aniž by byla v recesi. Oproti předchozím úrokovým cyklům zde však chybí silný tlak rozpočty rychle narovnat ani od voličů, ani mezinárodních institucí jako Mezinárodní měnový fond, ani od trhů, které by tlačily skrze dražší financování. Není tudíž pravděpodobné, že by tento úvěrový boom brzy skončil a vytvořil deflační impuls jako po velké finanční krizi 2008 a následné krizi Eurozóny.

SAZBY ASI PŘEKVAPÍ, ALE JAK?

Centrální bankéři z ECB i Fedu aktuálně prohlašují, že zvyšování sazeb už asi nebude třeba, ale nechtějí naslibovat rychlé a prudké snižování sazeb. ČNB si již rok a půl se sazbami na vršku vyčkala, ale do slibů rychlého snižování se také nežene. Není těžké si představit, že centrální bankéři tuto opatrnost během letošního roku neudrží. To by pěkně zapadalo do scénáře minulých úrokových cyklů. Avšak s ohledem na jinakost tohoto úrokového cyklu, **centrální bankéři mohou překvapit tím, že naopak dodrží, co říkají.**

Ekonomiky nejsou slabé primárně kvůli zvýšení úrokových sazeb, ale kvůli inflaci. Její zpomalení pomůže oživit spotřebitelskou poptávku. Ožije-li globální ekonomika bez hlubší recese, růst poptávky

po práci může rychle nastartovat mzdově-inflační růst, o kterém se dlouho mluví, ale který jsme dosud neviděli.

Zkrátka, je více možností, zda a jak se skutečný vývoj sazeb bude lišit od očekávání. Čekat, že úvěry zlevní zpátky na minima, to je sázka na návrat deflačního prostředí minulé dekády. Může to vyjít. Potenciální úspory na úrokových nákladech oproti sazbám trhu jsou však omezené. **Čekání na větší zlevnění úvěrů, než trhy dnes slibují, se může naopak pořádně prodražit. Lépe vzít trhy v jejich slibech za slovo.**

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

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
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 researchu 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 společně s uvedenými v dokumentu poskytovat investiční nebo bankovní služby. Správním úřadem vykonávajícím dozor nad Českou spořitelnou, a.s. je Česká národní banka.