

Česká národní banka

ČNB Focus

Centrální banka znovu sníží svou základní úrokovou sazbu



Martin Gurtler
(420) 222 008 509
martin.gurtler@kb.cz

Česká národní banka na řádném měnově politickém zasedání ve čtvrtek 7. května pravděpodobně sníží svou základní úrokovou sazbu o dalších 50bb na 0,50%. Učiní tak v důsledku očekávání pouze pozvolného obnovení růstu zahraniční poptávky, a to i přes probíhající rozvolňování vládních nařízení v domácí ekonomice. Ve zbytku letošního roku náš základní scénář počítá již se stabilitou úrokových sazeb, rizika jsou však vychýlená směrem k jejich dalšímu poklesu. V roce 2021, kdy by česká ekonomika měla opět robustně růst, očekáváme postupnou normalizaci měnových podmínek, jak prostřednictvím vyšších úrokových sazeb, tak i posilujícího kurzu koruny. V nejbližším období však koruna setrvá na slabších hodnotách, nad hranici 28 CZK/EUR, kdy by již ČNB pravděpodobně zakročila, by se nicméně dostat neměla. Za nejpravděpodobnější nekonvenční nástroj české měnové politiky považujeme kurzový závazek, k jeho zavedení je však ještě dlouhá cesta.

Česká národní banka v reakci na očekávané ekonomické dopady koronaviru v březnu dvakrát snížila základní úrokovou sazbu v souhrnu o 125bb, nejdříve na mimořádném a pak také na řádném měnově politickém zasedání. Rozhodnutí bankovní rady bylo v obou případech jednomyslné. Členové bankovní rady diskutovali jak moc úrokové sazby snížit, o potřebě samotného uvolnění měnových podmínek však pochyby nebyly. Centrální banka sazby snížila jen krátce poté, co se začaly rýsovat obrysy významných dopadů koronavirové infekce na českou a světovou ekonomiku. Z lokální čínské nákazy novým typem viru se v průběhu prvního čtvrtletí letošního roku stala ekonomická událost globálních rozměrů, jež moderní svět nepamatuje. Šíření nemoci covid-19 totiž vedlo jednotlivé státy k přijetí preventivních opatření, které nejenže pomohly tlumit dopady viru na zdraví populace, zapříčinily však také paralýzu většiny vyspělých ekonomik. Oproti ostatním ekonomickým krizím poválečného období má tedy ta současná jedno důležité specifikum a to, že její příčinou alespoň prozatím nejsou strukturální problémy ekonomik.

Předpoklad postupného oživení zahraniční poptávky rozhodne o dalším snížení úrokových sazeb

Centrální banka s odstupem vyhodnotí přínos již provedených opatření a na základě aktualizované prognózy, která i přesto ukáže na výrazný pokles agregátní poptávky v letošním roce, znovu sníží základní úrokovou sazbu o 50bb na svém jednání příští týden ve čtvrtek. Někteří členové bankovní rady se již vyjádřili v tom smyslu, že ČNB neočekává rychlé oživení domácí ekonomiky v druhé polovině letošního roku, které je dnes běžně označováno jako oživení typu V. Obnovení růstu ekonomické aktivity bude podle centrální banky naopak pozvolné a bude do velké míry záviset na vývoji v zahraničí. Návrat k normálu bude o to obtížnější, čím déle aktuální situace ještě potrvá. S délkou trvání restriktivních opatření pak přímo narůstá také hloubka ekonomického propadu. Hladké fungování zahraničních ekonomik je nezbytnou podmínkou oživení v exportně orientované české ekonomice. Český průmysl závislý na poptávce ze zahraničí je totiž významným zdrojem zaměstnanosti a vytváří tak velkou část domácí poptávky. Ta přitom bude s předpokládaným úbytkem turismu zásadní pro obnovení růstu v oblasti služeb a obchodu. Jak již bylo uvedeno, strukturální problémy ekonomik sice nebyly prvotní příčinou současné krize, to ovšem neznamená, že nemohou postupně vznikat v důsledku dlouhodobé paralýzy ekonomiky.

Důležité tak bude i to, zdali v průběhu hibernace a následného nesynchronního obnovení růstu jednotlivých ekonomik nedojde k narušení mezinárodních dodavatelsko-odběratelských řetězců.

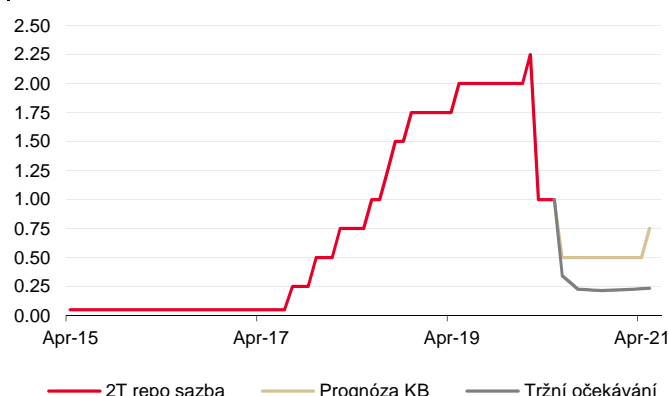
Předpoklad pouze pozvolného obnovení zahraniční poptávky tak bude hlavním důvodem, proč ČNB přistoupí k dalšímu uvolnění měnové politiky, a to i přes probíhající rozvolňování vládních nařízení v domácí ekonomice. K březnovému dvojímu snížení úrokových sazeb došlo především z důvodu obav o plynulé financování soukromého sektoru, které by mohlo být narušeno v případě chybějící likvidity v české bankovní soustavě. Nižší úrokové sazby tak spolu se snížením požadované míry proticyklické kapitálové rezervy vedly k posílení stability finančního sektoru. Nyní však již v uvažování centrální banky budou pravděpodobně figurovat i klasická měnově politická témata. Je důležité si uvědomit, že rozdílné předpoklady o oživení domácí a vnější poptávky (oživení typu V versus pozvolný návrat k normálu) mají také zásadní vliv na vývoj inflace. Obavy o vysokou inflaci nacházející se výrazně nad dvouprocentním cílem centrální banky jsou pravděpodobně již minulostí. Zatímco jádrová inflace může ještě nějaký ten měsíc zůstat vysoká, celkovou inflaci budou aktuálně tlačit dolů klesající ceny pohonných hmot pramenící z rekordně nízké ceny surové ropy na světových trzích. ČNB však více než současná inflace bude nyní zajímat inflace na měnově politickém horizontu, tedy ta za rok až rok a půl dopředu. V případě, že by se opravdu naplnil scénář velmi pozvolného návratu k ekonomickému normálu, mohla by totiž inflace na horizontu měnové politiky skončit dokonce pod dvouprocentním cílem. Základem inflace na cíli je totiž robustní růst poptávky, ke kterému však v případě pozvolného oživení zcela jistě nedojde. Ve výsledku tak ČNB může aktuální uvolnění měnové politiky vyhodnotit jako nedostatečné.

Po výrazném oslabení z první poloviny března se koruna ustálila nad 27 CZK/EUR a slabá pravděpodobně zůstane i nadále



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zatímco my očekáváme snížení základní úrokové sazby ČNB o 50bb, trh počítá s výraznějším poklesem až k nulovým hodnotám



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Koruna zůstane ještě nějakou dobu slabá

Kurz české koruny zůstává slabší vlivem nižšího úrokového diferenciálu a také obecně vyšší rizikové averze investorů. V případě, že by dále výrazně oslabil, bude centrální banka připravena vstoupit na devizový trh. Vůči euru začala koruna oslabovat ihned po vypuknutí koronavirové pandemie a v průběhu první poloviny března ztratila zhruba 7 % své hodnoty. Kurz koruny k euru se tak vyhoupl nad hladinu 27 CZK/EUR, kde setrvává i nadále. Slabší koruna tak rovněž přispívá k uvolnění měnových podmínek v české ekonomice. To by pravděpodobně mělo vydržet do té doby, než se jasně ukáže, že se fungování globální ekonomiky navrací zpět do zajetých kolejí. ČNB již několikrát zmínila svou odhodlanost intervenovat proti výrazné volatilitě koruny. Diskutována byla zejména možnost jejího dalšího oslabení a úroveň kurzu, která by vedla k reakci ze strany centrální banky. Ta přitom uvedla, že tato úroveň kurzu je již interně nastavena, její konkrétní výši však neuvedla. My se i nadále domníváme, že by se mohlo jednat o hladinu 28 CZK/EUR.

Překročení hladiny kurzu české koruny 28 CZK/EUR však není v nejbližší době moc pravděpodobné. Trh totiž již nyní počítá s tím, že dvoutýdenní repo sazba příští čtvrtek klesne

o více než 75bb, čímž by se dostala blízko nulové hodnoty. To, že by centrální banka snížila základní úrokovou sazbu k nule, či dokonce až do záporného teritoria, a trh tím tak překvapila, je v tuto chvíli podle nás nepravděpodobné. Samotná hrozba dalšího oslabení koruny, které by nejspíše následovalo, je pro to pádným argumentem. ČNB samozřejmě může cítit potřebu sazby snížit o více než 50bb, pak by tak ale pravděpodobně učinila po jednotlivých krocích a s určitým časovým odstupem, spíše než aby sazby hned snížila na nulu. Nejistota ohledně budoucího ekonomického vývoje je stále velká a současné měnové podmínky skládající se z úrokových sazeb a kurzu české koruny jsou již nyní výrazně uvolněné. Každé další uvolnění měnové politiky se teď proto zdá být optimální dávkovat postupně a s jistou obezřetností. V rámci konvenční měnové politiky, ať se to na první pohled nemusí zdát, totiž zas tolik prostoru nezbyývá. Navíc data, která by podpořila skutečné důsledky koronaviru na ekonomiku, zatím nemáme žádná.

Náš základní scénář tedy počítá s poklesem dvoutýdenní repo sazby o 50bb na květnovém zasedání a následnou stabilitou ve zbytku letošního roku. Další možné snížení sazeb ve zbytku letošního roku je tak rizikem námi očekávané trajektorie. V roce 2021, kdy i ty nejpesimističtější scénáře pro tuto chvíli počítají s obnoveným růstem české ekonomiky, očekáváme postupnou normalizaci měnových podmínek, a to jak prostřednictvím vyšších úrokových sazeb, tak i opětovně posilujícího kurzu koruny.

Kurzový závazek by byl nejpravděpodobnějším nástrojem nekonvenční měnové politiky ČNB

Většina českých centrálních bankéřů se již vyjádřila, že záporné úrokové sazby jsou sice teoreticky možné, jedná se však až o jeden z posledních, ne-li úplně poslední nástroj, po kterém by ČNB sáhla. Moc velkou šanci podle nás nemá ani kvantitativní uvolňování. Záporné sazby ČNB jsou problematické v kontextu českého právního řádu, když slouží jako referenční úroveň pro stanovování sankčních úroků. Zároveň není úplně jasné, jak by záporné úrokové sazby dopadly na český bankovní sektor, a zdali by v konečném důsledku neohrožily finanční stabilitu a nevedly k nižší tvorbě úvěrů. Z tohoto úhlu pohledu mohou způsobit problémy i nulové úrokové sazby. ČNB nedávno získala nové pravomoci k širším nákupům cenných papírů na sekundárním trhu, avšak s časovým omezením do konce příštího roku. Z vyjádření centrální banky vyplývá, že tuto novou pravomoc považuje spíše za nástroj pro péči o finanční stabilitu, než jako nástroj měnově politický. Podle ČNB může být důvodem pro jeho využití výrazný výkyv na trhu státních dluhopisů daný náhlým odlivem zahraničních investorů, či nedostatek likvidity v části finančního sektoru. O využití širšího nákupu cenných papírů ve formě kvantitativního uvolňování, tak jak ho praktikuje americký Fed nebo Evropská centrální banka, jsme toho však ze strany ČNB prozatím moc neslyšeli. Je totiž pravdou, že český kapitálový trh s omezenou nabídkou dluhopisových titulů pro stimulaci ekonomiky pomocí kvantitativního uvolňování moc prostoru nedává. Navíc, český bankovní systém vždy platil z hlediska likvidity za dlouhodobě přebytkový a problémy s likviditou se neobjevují ani nyní. Účinnost kvantitativního uvolňování je tak v prostředí české ekonomiky dopředu výrazně omezená.

Nejvíce pravděpodobným nekonvenčním nástrojem české měnové politiky tak zůstává již odzkoušený kurzový závazek. K jeho zavedení je však ještě hodně dlouhá cesta a doufejme, že k tomu ani nakonec nedojde. Využití kurzového závazku jako alternativního nástroje měnové politiky v době, kdy úrokové sazby již dosáhly nulové dolní hranice a nebylo možné je dále snižovat, si ČNB vyzkoušela v letech 2013 až 2017, kdy uměle držela kurz české koruny nad 27 CZK/EUR. Ač kurzový závazek stále vyvolává v očích části odborné i laické veřejnosti jisté kontroverze, svůj účel splnil. Poskytl totiž vývozně zaměřené české ekonomice růstový stimul tím, že cenově zvýhodnil české zboží na zahraničních trzích. Ve výsledku pak i podpořil domácí poptávku po tuzemském zboží a službách, a to i tím, že jednoduše zdrazil dovozy. Diskutovat se samozřejmě dá úroveň intervenční hladiny, délka trvání a především pak způsob vystoupení z posledního kurzového závazku, které vedlo k nadměrnému hromadění devizových rezerv v bilanci centrální banky. Tato konkrétní

realizace, ať už ji hodnotíme jakkoliv, však nikterak nedevaluje podstatu a důležitost kurzu v malé otevřené ekonomice, nikoliv jako primárního, ale jako sekundárního měnově politického nástroje.

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Ekonomové



Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz

Akciový analytik



Bohumil Trampota
(420) 222 008 560
bohumil_trampota@kb.cz



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz



Martin Gürtler
(420) 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz



Finanční trhy

František Táborský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

Hlavní ekonom Rosbank



Evgeny Koshelev
(7) 495 725 5637
evgeny.koshelev@rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG

Florian Libocor
(40) 213 016 869
florian.libocor@brd.ro

Ekonom BRD-GSG



Ioan Mincu
(40) 213 014 472
george.mincu-radulescu@brd.ro



Akciový analytik
Laura Simon, CFA
(40) 213 014 370
laura.simon@brd.ro



Ekonom Rosbank

Anna Zaigrina
(7) 495 662 1300
anna.zaigrina@rosbank.ru

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



Klaus Baader
(852) 2166 4095
klaus.baader@sgcib.com

Eurozóna



Michel Martinez
(33) 1 4213 3421
michel.martinez@sgcib.com

Severní Amerika



Stephen Gallagher
(212) 278 4496
stephen.gallagher@sgcib.com

Čína



Wei Yao
(33) 1 5729 6960
wei.yao@sgcib.com



Anatoli Annenkov
(44) 20 7762 4676
anatoli.annenkov@sgcib.com



Latinská Amerika
Dev Ashish
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.com



Čína a okolí
Michelle Lam
(85) 2 2166 5721
michelle.lam@sgcib.com



Yvan Mamalet
(44) 20 7762 5665
yvan.mamalet@sgcib.com



Indie
Kunal Kumar Kundu
(91) 80 6716 8266
kunal.kundu@sgcib.cz



Japonsko
Takuji Aida
(81) 3 6777 8063
takuji.aida@sgcib.com



Velká Británie
Brian Hilliard
(44) 20 7676 7165
brian.hilliard@sgcib.com



Korea
Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@sgcib.com



Arata Oto
(81) 3 6777 8064
arata.oto@sgcib.com

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



Brigitte Richard-Hidden
(33) 1 4213 7846
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



Guy Stear
(33) 1 4113 6399
guy.stear@sgcib.com

Vedoucí strategie sazeb



Adam Kurpiel
(33) 1 4213 6342
adam.kurpiel@sgcib.com



Jorge Garayo
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.com



Kevin Ferret
(44) 20 7676 7073
kevin.ferret@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb pro Evropu

Ciaran O'Hagan
(33) 1 4213 5860
ciaran.ohagan@sgcib.com



Dluhopisový trh a SSA

Cristina Costa
(33) 1 5898 5171
cristina.costa@sgcib.com



Jean-David Ciotteau
(33) 1 4213 7252
jean-david.ciotteau@sgcib.com



Rohit Gaurav
(91) 80 6731 8958
rohit.gaurav@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb pro USA

Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



Shakeeb Hulikatti
(91) 80 2802 4380
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



Michael Chang
(1) 212 278 5307
michael.chang@sgcib.com

Vedoucí strategie pro měnové kurzy



Kit Juckes
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@sgcib.com



Měnové deriváty

Olivier Korber
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



Jason Daw
(65) 6326 7890
jason.daw@sgcib.com



Bertrand Delgado
(1) 212 278 6918
bertrand.delgado-calderon@sgcib.com



Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.com



Kiyong Seong
(852) 2166 4658
kiyong.seong@sgcib.com



Marek Dřimal
(44) 20 7550 2395
marek.drima@sgcib.com

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkreslený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícimu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Tento dokument není investičním doporučením dle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, o zneužívání trhu, ani nepředstavuje investiční poradenství dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.