

# 3M FUND MSI SICAV a.s.

Newsletter

září 2024

Vážení investoři,

přinášíme vám zářijový „newsletter“, v němž okomentujeme vývoj portfolia fondu a zhodnocení jednotlivých tříd investičních akcií za rok 2023. Jako obvykle podáme také přehled vývoje projektů zařazených do portfolia a přidáme naše postřehy co se týče dosavadního i očekávaného vývoje úrokových sazeb a budeme se věnovat i dalším ekonomickým ukazatelům a souvislostem, o nichž věříme, že jsou pro naše investory relevantní a zajímavé. **Připojíme naše postřehy k nedávnému vývoji na hypotečním a realitním trhu a navážeme na naše předchozí úvahy o inflaci pohledem na strukturu jejích komponent. Podrobněji se zaměříme na předpokládané scénáře vývoje úrokových sazeb a dopad obou těchto veličin na očekávané zhodnocení investičních akcií, jak nominální, tak reálné.**

Přejeme vám příjemné čtení, spokojené prožití babího léta a hlavně pak, ať jste se svou investicí spokojeni!

IFMS Advisory s.r.o.,  
odborný poradce fondu

## ZÁKLADNÍ ÚDAJE

3M FUND MSI SICAV a.s.	31.12.2023	31.12.2022	1Y změna
Aktiva na konci období (Kč)	1 451 999 319,59	1 395 049 803,64	4%
Hrubý fondový kapitál (Kč)	219 019 704,97	47 387 300,06	362%
Třída inv. akcií "A": čistý fondový kapitál (Kč)	20 676 215,17	16 753 972,60	23%
Třída inv. akcií "S": čistý fondový kapitál (Kč)	119 936 109,06	-	N/A
Třída inv. akcií "Z": čistý fondový kapitál (Kč)*	76 830 839,81	29 127 011,44	-49%
Závazek za akcionáři třídy "Z" z titulu nevydaných akcií *	-	120 000 000,00	
Počet vydaných investičních akcií tř. "A"	17 910 036	16 000 000	
Počet vydaných investičních akcií tř. "S"	206 500 000	-	
Počet vydaných investičních akcií tř. "Z"	1 059 878 463	207 000 000	
<b>Kurz investiční akcie třídy "A" (Kč):</b>	<b>1,1544</b>	<b>1,0471</b>	<b>10,25%</b>
Kurz investiční akcie třídy "S" (Kč):	0,5808	-	N/A
Kurz investiční akcie třídy "Z" (Kč):	0,0725	0,1407	-48,47%

\* Částka 120 mil. Kč představuje prostředky vložené do společnosti jejími zakladateli formou příplatku mimo základní kapitál ještě před její přeměnou na investiční fond. Jelikož ke 31/12/2022 nebyly odpovídající akcie třídy Z vydány, byla v souladu se zásadami účtování dle IFRS tato částka ke konci roku vykázána jako závazek za akcionáři třídy Z. Po vydání příslušných akcií ve Q2 2023 byl tento závazek přeúčtován jako fondový kapitál třídy Z, jenž tak narostl na 149 mil. Kč. Pro účely porovnání hodnot ČFK třídy Z mezi lety 2022 a 2023 tak byla tato částka připočtena k hodnotě čistého fondového kapitálu ke 31/12/2022.

## Komentář k dosaženému a očekávanému zhodnocení investičních akcií

Přestože Česká národní banka na svém zasedání v prosinci 2023 zahájila období postupného uvolňování úrokových sazeb, jež pak následně pokračovalo i v roce letošním, na výši průměrného 1D PRIBOR toto snížení o 25 bazických bodů těsně před koncem roku nemělo vliv. Průměr za rok 2023 tedy činil 7,00 % a majitelům investičních akcií třídy A tak bylo v souladu se statutem připsáno zhodnocení 10,25 %. Stalo se tak navzdory

tomu, že portfolio nemovitostí fondu bylo v důsledku přetrvávajících vysokých úrokových sazeb a paralýzy trhu rezidenčních nemovitostí trvajících po velkou část roku přeceněno směrem dolů. Zhodnocení investičních akcií třídy A tak bylo dosaženo na úkor fondového kapitálu třídy Z dle čl. 10.3 d) statutu.

V červenci 2023 narostl kapitál fondu o 206,5 mil. Kč v důsledku vydání 206,5 mil. ks investičních akcií nově vytvořené třídy S za emisní kurz 1 Kč.

Investoři třídy A mohou i v letošním roce počítat se zajištěným zhodnocením odvíjejícím se od převládající výše úrokových sazeb. Po dalších 4 sníženích úrokových sazeb – pokaždé o 50 bazických bodů – ze strany ČNB se v červenci 2024 dvoutýdenní repo sazba nacházela na 4,75 % p. a. a po dalším rozhodnutí o snížení sazeb – tentokrát o 25 bazických bodů – hned 1. srpna se dostala na 4,50 % p. a. Očekáváme, že i po zbytek roku budou úrokové sazby sledovat sestupnou trajektorii s tím, že dvoutýdenní repo sazba se na konci prosince usídí někde v rozmezí 3,50 % - 4,00 %. Jelikož již známe průměrný jednodenní PRIBOR za prvních 7 ½ měsíců roku (5,66 % k 15/8/2024) a i pro zbytek roku předpokládáme, že se bude jako dosud rovnat aktuální dvoutýdenní repo sazbě, věříme, že dovedeme s velkou přesností odhadnout mezní hodnoty průměrného 1D PRIBOR. **Pro „jestřábí“ (a jakkoli nepravděpodobný) scénář, kdy by ČNB nepřistoupila už k žádnému dalšímu snížení úrokových sazeb, by průměr 1D PRIBOR za celý rok dosáhl hodnoty 5,23 % p. a. Naopak při „maximálně holubičím“ scénáři zahrnujícím ještě trojí snížení úrokových sazeb o celkem 125 bazických bodů do konce roku (50 bps v září a listopadu, 25 bps v prosinci), jenž by vyústil ve dvoutýdenní repo sazbu na 3,25 % ke 20. prosinci (tj. den po posledním letošním měnověpolitickém jednání), by průměrný 1D PRIBOR za rok 2024 dosáhl hodnoty 5,02 %. Naplní-li se uvedené předpoklady, pak interval 5,02 % - 5,23 % pro investory znamená očekávané zajištěné zhodnocení investičních akcií třídy A za rok 2024 v rozmezí 8,27 % - 8,48 %.<sup>1</sup>**

## Vývoj vybraných projektů zařazených do portfolia 3M FUND MSI SICAV

### Centrum Hostivice

U čtyř objektů v rámci projektu byla dokončena hrubá stavba včetně střešního pláště. Probíhají práce uvnitř budov, stejně jako na obvodovém plášti. U objektu A se připravuje zahájení výstavby.



Pohled na projekt „Centrum Hostivice“ v září 2024

<sup>1</sup> Dle čl. 10.3 a) statutu majitelům investičních akcií třídy A za každý rok až do 31/12/2026 náleží zajištěné zhodnocení, jež je definováno jako průměrný 1D PRIBOR + 3,25 %, přičemž se uplatní dolní (7,7 %) a horní mez (10,7 %).

## Palác Trnitá

V červnu 2022 byla zkolaudována I. etapa projektu „Palác Trnitá“. Projekt získal 1. místo v soutěži „Stavba Jihomoravského kraje 2022“ v kategorii „Stavby občanské vybavenosti“. Soutěž organizuje Jihomoravský kraj spolu se Svazem podnikatelů ve stavebnictví Jihomoravského kraje.

Do nových kanceláří v budově se v květnu 2023 přestěhovalo i brněnské sídlo MS-INVEST a.s., jež je ústřední a servisní společností celé skupiny společností kolem MSI. Zároveň byla začátkem roku dokončena výstavba 2. etapy projektu a v únoru 2024 byla i zkolaudována. Kancelářské prostory vybudované v rámci 2. etapy byly kompletně prodány, v současnosti probíhá doprodej bytů a obchodních prostor.

Budova dokončená v rámci 1. etapy byla loni nominována do celorepublikové soutěže „Stavba roku“, kde byla odměněna „Cenou za urbanistické a architektonické pojetí nové městské blokové zástavby“.



*Pohled na „Palác Trnitá“, Brno*

## Projekt „Výhledy Řeporyje“

Jedná se o bytový komplex v Praze – Řeporyjích, jenž byl získán do portfolia fondu v červnu 2023 a stal se jedním z jeho nosných projektů. V září 2023 došlo k předání staveniště generálnímu dodavateli a následně byla zahájena výstavba.

Projekt je rozdělen na dva hlavní bytové objekty. Prvním je objekt A, který je tvořen třemi bytovými věžemi A1, A2 a A3 na společné podnoži 1. podzemního podlaží pro technické zázemí domu a garážová stání. Druhým je bytový dům B. Součástí projektu jsou i nové inženýrské sítě a komunikace. Celkem tak vznikne 162 bytových jednotek. Na objektu A jsou z poloviny dokončené monolitické konstrukce, objekt B má dokončené pilotové založení a byly zahájeny práce na monolitických konstrukcích. Dokončení projektu je naplánováno na 1. čtvrtletí roku 2026.





*Vizualizace projektu „Výhledy Řeporyje“, Praha – Řeporyje*

### Projekt „Rodinné domy Satalice“

Jedná se o projekt nacházející se na severovýchodním okraji hlavního města v městské části Satalice. Sestává celkem ze 61 řadových rodinných domů, přičemž výstavba je rozdělena do 2 etap. V první etapě, která již byla zahájena v říjnu 2023, vznikne 48 řadových rodinných domů, ve druhé pak zbývajících 13. Projekt byl získán do fondu v prosinci 2023. Fond v něm drží prostřednictvím své dceřiné společnosti MS3M Group 49% podíl, zbylých 51 % je pak ve vlastnictví společností ze sesterské skupiny MSI Capital.

V srpnu 2023 bylo vydáno společné povolení pro obě etapy projektu, jež nabylo právní moci počátkem října. Současně s tím započala výstavba (skrývka ornice, archeologický průzkum). U všech 48 rodinných domů budovaných v rámci I. etapy došlo k dokončení hrubých staveb, z nich 43 se již nachází ve fázi provádění vnitřních omítek.



*Rodinné domy Satalice – pohled na stavbu v srpnu 2024*

## Krátký pohled na současný vývoj na hypotéčním trhu, analýza komponent inflace a zamyšlení se nad budoucí trajektorií úrokových sazeb

Trh s bydlením začíná od léta loňského roku vykazovat stále silnější znaky oživení. Zatímco za celý loňský rok objemy a počty nově poskytnutých hypoték oproti roku 2022 výrazně propadly, při pohledu na jednotlivá pololetí je obrázek odlišný. Od loňského léta je stále zřejmější postupný nárůst úvěrové aktivity, byť proti notně stlačené základně. Zřetelné projevy „tání“ jsou pak zřejmé od letošního 1. čtvrtletí. V dalším se pak zaměříme na probíhající dezinflační vývoj v ČR, předpokládanou pokračující sestupnou trajektorii úrokových sazeb a načrtneme možný vývoj hodnoty investiční akcie.

### Shrnutí:

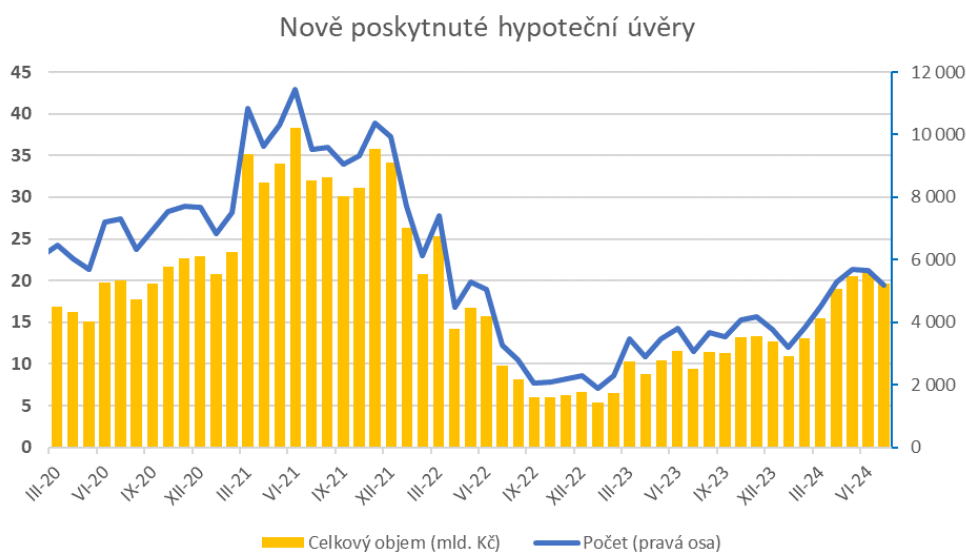
- Díky zahájení cyklu snižování úrokových sazeb loni v prosinci zažívá trh s bydlením sílí oživení, objemy nově poskytovaných hypoték se v létě dostaly na hodnoty kolem 20 mld. měsíčně, což jsou čísla typická pro polovinu roku 2020, nicméně oproti „normálním“ hodnotám z roku 2021 jsme stále cca o 40 % níže. Úroková sazba u nových hypoték se pohybuje lehce nad 5 % p. a. a od loňského prosince tak poklesla o 60 bazických bodů, což zaostává za tempem snižování krátkodobých úrokových sazeb (-225 bazických bodů ve stejném období).
- Obchodníci developera MS-INVEST pozorují růst klientského zájmu o byty všech velikostí, nicméně je vidět, že klienti se sjednáváním hypotéčních úvěrů vyčkávají na další pokles úrokových sazeb.
- Na nabídkové straně ceny stavebních prací nyní rostou v souladu či lehce pod tempem spotřebitelské inflace (2 %), ceny materiálových vstupů zůstávají na úrovni jara 2022.
- Česká národní banka i tržní hráči předpokládají pokračující snižování úrokových sazeb, i když na jeho rychlost a rozsah poklesu se názory různí. Tržní konsensus předpokládá pokles dvoutýdenní repo sazby o 75 bodů do konce roku na 3,75 % p. a., 3měsíční PRIBOR by se mohl v prosinci pohybovat v rozmezí 3,60 – 3,80 %.
- Předpokladem je ovšem udržení se inflace blízko 2% cíle ČNB, a tedy obnovení ukotvení inflačních očekávání domácností i firem. V posledních dvou měsících roku zřejmě uvidíme její zrychlení do intervalu 2,5 – 3,0 % kvůli pomnutí dosavadního tlumícího efektu klesajících cen potravin a vlivu srovnávací základny, kdy loni v prosinci inflace meziměsíčně poklesla o 0,4 %. Náš odhad pro prosincovou meziroční inflaci činí 2,8 %.
- Podíváme se rovněž na to, jak k růstu inflace v uplynulých 24 měsících přispěly její hlavní komponenty; ilustrujeme rozdíl ve vývoji cen obchodovatelného zboží, jehož ceny se již stabilizovaly či dokonce klesaly, a cen služeb, jež naopak patřily mezi hlavní tahouny inflace.
- Zamyslíme se nad konzistentností či spíše nekonzistentností prognóz ČNB, které za posledních 9 měsíců prošly výraznými výkyvy co se týče trajektorií budoucích krátkodobých úrokových sazeb – zatímco letos v únoru ČNB viděla hodnotu 3měsíční sazby PRIBOR pro 1. čtvrtletí 2025 na 2,60 %, do srpna významně změnila názor, když očekává hodnotu o více než 150 bazických bodů vyšší (4,17 %), a to při prakticky nezměněném inflačním výhledu pro nadcházejících 6 čtvrtletí. Ukážeme, jak nepřiměřeně vysoké reálné úrokové sazby poslední prognóza implikuje a o kolik níže jsou odvozená tržní očekávání 3M PRIBOR. Náš odhad pro druhý kvartál 2025 činí cca 3,00 – 3,25 %, tedy mírně pod implikovanými tržními očekáváním (3,43 %).
- Na závěr ukážeme aktualizovaný scénář možného vývoje ceny investiční akcie se zapracováním našich současných očekávání ohledně inflace a úrovně úrokových sazeb. Jak jsme již uvedli, za rok 2024 očekáváme připsané zhodnocení cca 8,37 %, což by znamenalo hodnotu investiční akcie 1,2510 Kč. Jelikož pro prosinec 2024 vidíme meziroční inflaci na 2,8 %, dosažené reálné zhodnocení investičních akcií za rok 2024 by za těchto předpokladů činilo 5,4 %. Pro investory, kteří investovali v prvním upisovacím období, by to tedy znamenalo 25% nominální a více než 11% reálné kumulované zhodnocení od počátku investice.

### Trh úvěrů na bydlení – oživení pozvolna nabírá na síle

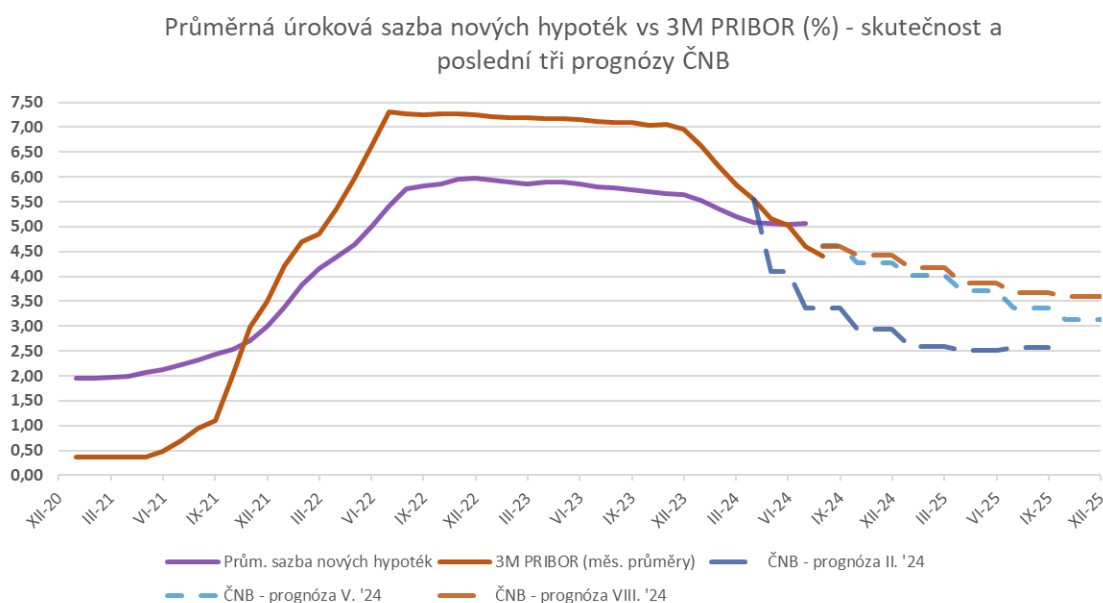
Opatrné, avšak setrvalé oživování hypotečního trhu, jež pozorujeme od léta loňského roku, pozvolna nabývá na síle. Podle posledních údajů České bankovní asociace banky a stavební spořitelny v červenci poskytly nové hypoteční úvěry (tedy bez navýšení a refixací) v objemu 19,6 mld. Kč, což je jen mírný sezónní pokles z červnových 21 mld. Kč a představuje meziroční nárůst o 107 %. S objemy nového hypotečního financování v řádu 20 mld. Kč měsíčně se tak dostáváme zhruba na úroveň roku 2020. Ač se meziroční nárůsty zdají ohromné, je třeba si připomenout, že se vzpamatováváme z velkého propadu, tedy poměříme se vůči stlačené základně. I když tedy růst objemu nově poskytnutých úvěrů za letošní druhé čtvrtletí představuje 97% meziroční nárůst, pořád se jedná o hodnoty 40 – 45 %

pod úroveň posledního „normálního roku“ 2021, kdy byly běžně dosahovány měsíční objemy nových hypoték v řádu 30 – 35 mld. Kč, viz obr. 1.

Z pohledu klienta – zájemce o vlastnické bydlení je už o něco méně potěšující fakt, že průměrná sazba z nově poskytnutých hypotečních úvěrů již od dubna prakticky stagnuje několik bazických bodů nad 5% hranicí, což sice znamená pokles cca o 60 bazických bodů oproti prosincové úrovni (5,65 %) avšak krátkodobé úrokové sazby za stejnou dobu spadly o více než 2 procentní body – viz obrázek 2. Faktorů určujících nastavení střednědobých sazeb je pochopitelně více než jen převládající úroveň těch krátkodobých, nicméně pro pevnější „ukotvení“ rostoucích objemů úvěrů na bydlení by byl žádoucí posun sazeb z hypotečních úvěrů mnohem blíže k hranici 4 % a ideálně i pod ni. Věřme, že s pokračujícím snižováním úrokových sazeb doba, kdy se tak stane, není příliš vzdálená.



Obr. 1: Objem a počet nově poskytnutých hypotečních úvěrů v jednotlivých měsících (zdroj: ČBA Hypomonitor – Česká bankovní asociace)



Obr. 2: Průměrná úroková sazba nově poskytnutých hypotečních úvěrů v porovnání s vývojem 3měsíční sazby PRIBOR (zdroj: ČBA Hypomonitor – Česká bankovní asociace, ČNB)

Ceny nemovitostí se ve 2. čtvrtletí celorepublikově vrátily k mírnému růstu, i když zde panovaly rozdíly mezi hlavním městem, kde se tak stalo dříve, a mimopražskými regiony, které Prahu následují. Ceny starších bytů se také obvykle vrátily k meziročnímu růstu dříve než ceny jednotek v novostavbách.



Na dokreslení tržní situace přinášíme postřehy **Jaroslava Smrčky, obchodního ředitele** spřízněné developerské společnosti **MS-INVEST a.s.**, jež je generálním dodavatelem a správcem projektů v portfoliu fondu:

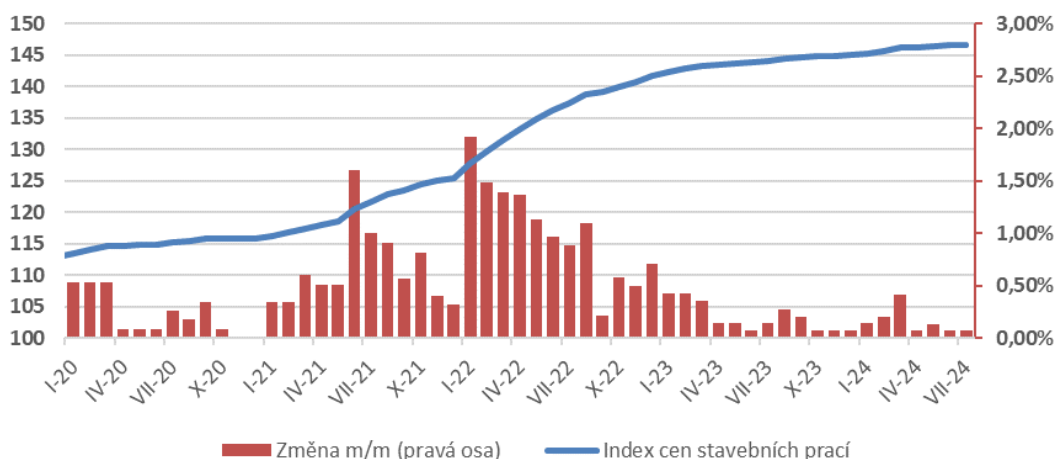
*„Ve srovnání s loňskem pozorujeme citelné oživení realitního trhu, daří se prodejům zejména malých bytů (1+kk, 2+kk), a to jak konečným uživatelům, tak kupujícím, kteří je pořizují jako investici. Dá se říci, že se zvedl zájem o koupi jednotek napříč všemi kategoriemi, tj. i bytů 3+kk a 4+kk. U předprodejů jednotek v projektech ve výstavbě je patrné, že zájemci hradí zálohy přednostně ze svých hotovostních rezerv a vyřizování hypotečních úvěrů odkládají, jak jen to jde s výhledem na další pokles úrokových sazeb očekávaný v horizontu příštích 12 měsíců.“*

Oproti loňskému podzimu tedy pozorujeme oživení už i na primárním trhu (tedy s nově dokončovanými byty) i když opatrnost kupujících ve vztahu k čerpání úvěrů na bydlení přetrvává. Ostatně naše očekávání ohledně vývoje úrokových sazeb jsou obdobná, i když zůstává otázkou, jak jsme již uvedli, do jaké míry a jak rychle se předpokládaný pokles krátkodobých sazeb promítne i do segmentu úvěrů s delší splatností.

### **Stagnující stavebnictví, ceny materiálových vstupů a stavebních prací stabilní**

Zatímco aktivita ve stavebnictví zůstává mdlá a podobně jako u průmyslu v objemových ukazatelích vidíme v uplynulých měsících spíše meziroční poklesy či přinejlepším stagnaci a pokud se některému segmentu relativně daří, jsou to inženýrské stavby (tedy infrastruktura) a nikoliv výstavba budov, pozitivem je, že ceny stavebních prací v podstatě od ledna rostou meziměsíčním tempem ledva 0,1 – 0,2 %, což znamená meziroční růst o méně než 2 %, tedy v souladu či spíše pod úrovní spotřebitelské inflace:

Vývoj indexu cen stavebních prací  
(průměr roku 2015 = 100)



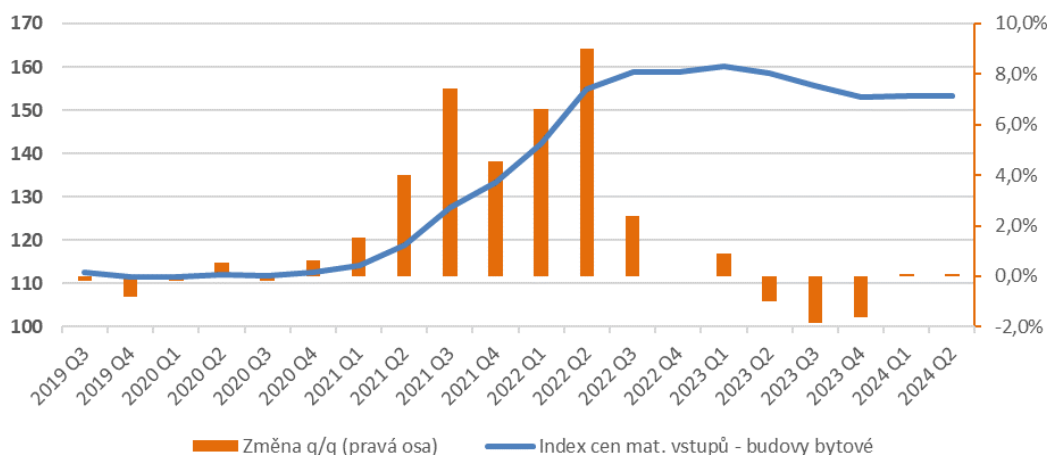
Obr. 3: Index cen stavebních prací a jeho meziměsíční změny; údaj za VII. 2024 je odhad (zdroj: ČSÚ)

Poklesy či stagnaci ve stavebnictví odráží i vývoj cen materiálových vstupů, které už tři čtvrtletí v řadě v podstatě nerostou ani neklesají a zůstávají tak zafixovány na o něco nižších úrovních než 2. čtvrtletí 2022, což byl také poslední kvartál, kdy ceny vstupů vzrostly mezičtvrtletně o více než 3 %, viz tabulku 1 a obrázek 4:



**Tabulka 1: Index cen materiálových vstupů stavební výroby – 010 Budovy bytové (zdroj: ČSÚ)**

	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2
Index	142,2	155,0	158,7	158,7	160,1	158,5	155,6	153,1	153,2	153,3
- q/q	6,6%	9,0%	2,4%	0,0%	0,9%	-1,0%	-1,8%	-1,6%	0,1%	0,1%
- y/y	24,5%	30,5%	24,4%	19,0%	12,6%	2,3%	-2,0%	-3,5%	-4,3%	-3,3%

**Vývoj indexu cen materiálových vstupů stavební výroby (bytové budovy)**

**Obr. 4: Index cen materiálových vstupů pro bytové budovy a jeho mezičtvrtletní změny (zdroj: ČSÚ)**

### Inflační vývoj na přelomu roku – ministr Výborný: 1, předseda Prouza: 0

V listopadovém newsletteru jsme vyslovili některá očekávání pro inflační vývoj v posledních měsících loňského roku. Skutečnost v dobrém smyslu předčila naše očekávání – zářijová meziroční míra inflace na úrovni 6,9 %, u níž jsme předpokládali, že bude minimální hodnotou dosaženou za celý rok 2023, se díky příznivému cenovému vývoji ve zbytku roku zopakovala i v prosinci. Cenová hladina totiž vystoupala na maximum v srpnu, kdy hodnota indexu spotřebitelských cen (CPI) dosáhla hodnoty 149,1; ze srpnové úrovně pak ceny ve dvou „skocích“ (v září a v prosinci) poklesly na konečnou hodnotu 147,6 a vrátily se tak zpět na úroveň května 2023. Tato hodnota indexu spotřebitelských cen pak znamenala, že meziroční inflace v prosinci 2023 vyrovnala dosavadní minimum dosažené v září, tedy 6,9 % meziročně (viz tabulku 2, modře zvýrazněné hodnoty).

Na přelomu roku pak probíhala živá mediální diskuse na téma, nakolik se ohlášená změna DPH na potraviny (pokles z 15 na 12 %) projeví v jejich cenách. Zatímco tomuto snížení daně by za jinak stejných podmínek odpovídal pokles cen pro zákazníky o 2,6 %<sup>2</sup>, někteří potravináři a obchodníci naopak mluvili o zdražení potravin od ledna 2024 až o 10 %. S touto vizí prezentovanou navenek ústy prezidenta Svazu obchodu a cestovního ruchu našťastí neuspěli, neboť pro nic takového nebyl racionální důvod a ministr zemědělství si tak v tomto zápolení mohl připsat první bod. Některé velké řetězce naopak ve snaze vylepšit si pošramocenou pověst již v listopadu či prosinci zlevnily svůj sortiment na úroveň odpovídající nižší sazbě DPH, takže ceny potravin se v lednu 2024 téměř nezměnily a naopak jejich pokles byl důležitým faktorem ve zpomalování celkové inflace jak v listopadu a prosinci 2023, tak i v únoru a březnu 2024. Lednový meziměsíční „cenový skok“, který se u nás etabloval v předchozích třech letech, tak letos zdaleka nedosáhl úrovně z let 2022 – 2023 a přinesl „jen“ cenový nárůst o necelé 1,5 % - viz opět tabulku 2, lednový sloupec.

<sup>2</sup> Cena zboží před změnou DPH odpovídá  $z \cdot 1,15$  (kde  $z$  značí cenu bez DPH), zatímco po snížení DPH činí pouze  $z \cdot 1,12$ . Pro poměr cen po a před snížením DPH tedy platí, že je roven  $112/115$  a tedy změna ceny z pohledu spotřebitele činí  $112/115 - 1 = -0,026 = -2,6 \%$ .



**Tabulka 2: Index spotřebitelských cen (CPI) v jednotlivých měsících a jeho meziměsíční/meziroční změny**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Cuml
<b>2021</b>	113,4	113,6	113,8	114,4	114,6	115,2	116,4	117,2	117,4	118,6	118,8	119,3	
<b>2022</b>	124,6	126,2	128,3	130,6	132,9	135,0	136,8	137,4	138,5	<b>136,5</b>	<b>138,1</b>	<b>138,1</b>	
<b>2023</b>	146,4	147,3	147,5	147,2	<b>147,6</b>	148,1	148,8	<b>149,1</b>	148,0	148,1	148,2	<b>147,6</b>	
<b>2024</b>	149,8	150,2	150,4	151,4	151,4	151,0	152,0						<b>2,98%</b>
<b>Změna m/m '22</b>	<b>4,44%</b>	1,28%	1,66%	1,79%	1,76%	1,58%	1,33%	0,44%	0,80%	-1,44%	1,17%	0,00%	
<b>Změna m/m '23</b>	<b>6,01%</b>	0,61%	0,14%	-0,20%	0,27%	0,34%	0,47%	0,20%	<b>-0,74%</b>	0,07%	0,07%	<b>-0,40%</b>	
<b>Změna y/y '23</b>	17,5%	16,7%	15,0%	12,7%	11,1%	9,7%	8,8%	8,5%	<b>6,9%</b>	8,5%	7,3%	<b>6,9%</b>	
<b>Změna m/m '24</b>	<b>1,49%</b>	0,27%	0,13%	0,66%	0,00%	-0,26%	0,66%						
<b>Změna y/y '24</b>	2,3%	2,0%	2,0%	2,9%	2,6%	2,0%	2,2%						

Zdroj: ČSÚ; hnědě vyznačené hodnoty CPI ve Q4 2022 jsou zkráceny započtením „energetického úsporného tarifu“. Modře vyznačené změnové hodnoty v r. 2023 ukazují významné meziměsíční poklesy cen v září a prosinci, kdy byla zároveň dosažena minima meziroční míry inflace. Hodnota v posledním sloupci značí kumulovanou inflaci za období I. – VII. 2024 (tedy vůči hodnotě CPI z XII. 2023).

Duben a srpen pak nabídly trochu jiný obrázek – přestože ceny potravin i v těchto měsících zůstávaly níže než ve stejném období předchozího roku, a tedy přispívaly k tlumení meziročního inflačního čísla, meziměsíční obrázek už byl jiný. Duben 2024 lze označit za období, kdy domácí oligopolisté „srovnali skóre“, neboť ceny potravin v tomto měsíci vzrostly oproti březnu o téměř 1,7 % a vrátily se tak na úroveň mezi loňským listopadem a prosincem, tedy odmazaly pokles či stagnaci předchozích 4 měsíců – to je dobře patrné na obr. 6. Část z toho lze jistě připsat sezónním faktorům, neboť od té doby jsou ceny potravin opět níže, na druhou stranu ovšem platí, že vliv cen potravin na tlumení inflace se v průběhu roku bude dále vyčerpávat. Vývoj v tomto segmentu přitom bude nadále pro vývoj inflace velmi významný, neboť potraviny a nealkoholické nápoje představují cca 18 % celého spotřebního koše a připočteme-li ještě i alkoholické nápoje a tabák, tak tento podíl vzroste na více než čtvrtinu.

### Pohled na jednotlivé složky inflace a jejich vývoj v delším časovém období

Zkusme na chvíli upřít pozornost na dílčí složky inflace, neboť vývoj cen jednotlivých kategorií zboží a služeb může být dosti odlišný a také rozdílně významný z pohledu nastavení měnové politiky. Zároveň jsme v tomto pohledu protáhli naše pozorovací období na 24 měsíců (tj. od června 2022 do června 2024), což je jednak dostatečně dlouhé období na to, abychom ukázali vlastnosti vybraných komponent inflace, a zároveň se kryje s dvěma lety, které uplynuly od prvního upisovacího období investičních akcií fondu v červenci 2022. Naši prvotní investoři tedy hned vidí, kolik činila za tuto dobu kumulovaná inflace a jak k ní přispěly jednotlivé její složky, a mohou toto číslo rovnou porovnat s dosaženým zhodnocením investičních akcií (dobrá zpráva, zhodnocení IA kumulovanou inflaci – cca 11,9 % ve sledovaném období – vysoce překonalo, když teoretické zhodnocení za stejnou dobu překročilo 20 %, viz další výklad).

Nejprve několik pojmů: v souvislosti s vývojem spotřebitelských cen se často hovoří o tzv. **jádrové inflaci**. To je ta část inflace, která obvykle vykazuje větší setrvačnost a nižší rozkolísanost, neboť ze spotřebního koše vydělujeme jeho nejvolatilnější položky, což jsou ceny potravin a motorových paliv, a dále je očištěna o vliv nepřímých daní (tj. změn nastavení DPH a spotřebních daní) a o regulované ceny. **Jádrová inflace tedy představuje základní podkladový trend vývoje spotřebitelských cen a centrální banky proto tuto veličinu pečlivě sledují.**

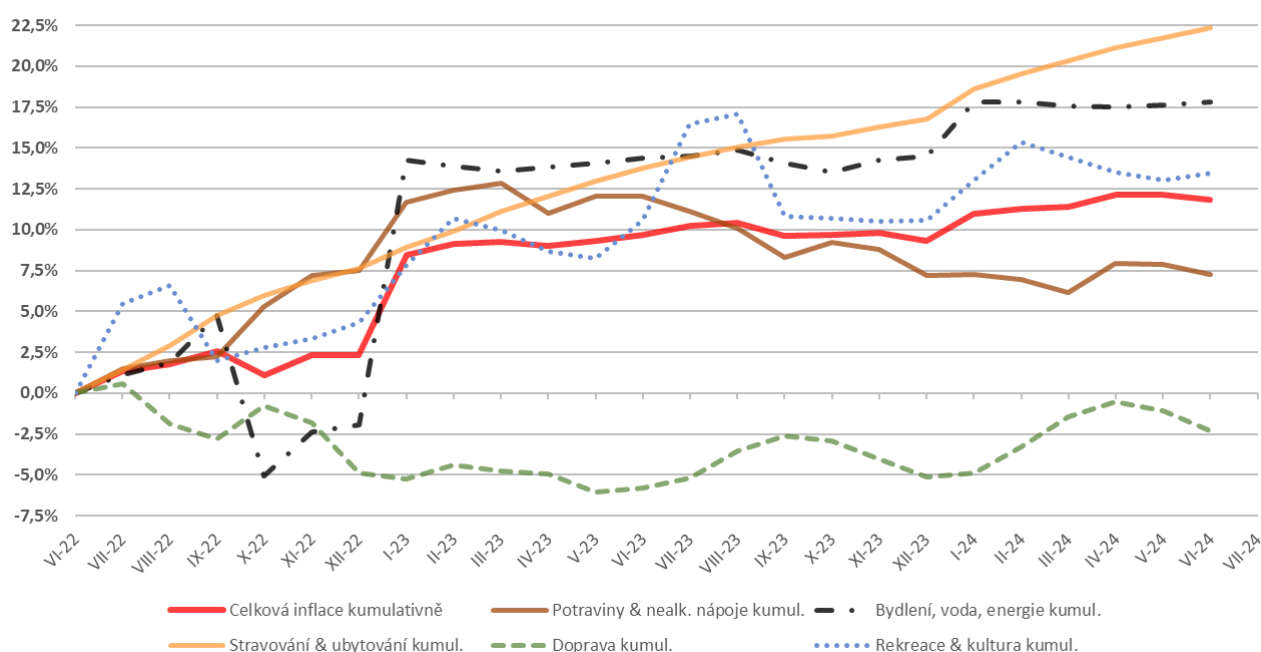
Proč z jádrové inflace vyčleňujeme ceny potravin? Ty zejména v našich zeměpisných šířkách podléhají významné sezónnosti (kupř. ovoce a zelenina jsou relativně levnější v létě a na podzim než v zimě a na jaře) a centrální banka má nadto omezené možnosti, jak rozkolísanost cen potravin nastavením úrokových sazeb ovlivnit. Obdobně ceny motorových paliv se odvíjejí od cen ropy, jež je ovlivněna mj. rozhodnutími největších světových producentů (OPEC+), sezónností, geopolitickou situací (Perský záliv, Suezský průplav), počasím (hurikánová sezóna v Severní Americe) a směnným kurzem amerického dolaru. Pro vliv centrální banky platí totéž co u potravin. To však neznamená, že by jí vývoj těchto nejádrových položek měl být lhostejný; úkol centrální banky zde spočívá ne ani tak v tom, že by měla mít ambici ovlivnit cenu benzínu a nafty na čerpacích stanicích, ale spíše zabránit tomu, aby se „nákaza“ vyšších cen motorových paliv projevila všeobecným růstem cen i v ostatních segmentech ekonomiky.

Váha nejadrových položek ve spotřebním koši je přitom dost významná; již jsme zmínili, že potraviny a nealkoholické nápoje spolu s těmi alkoholickými a tabákem dohromady tvoří více než 25 %. Po vyčlenění dalších položek, tj. motorových paliv a zboží a služeb s regulovanou cenou se dostaneme na **o něco více než 55 %, což je tedy celková váha jadrových položek ve spotřebním koši**.

Zdůvodnění vyčlenění regulovaných cen je přitom přímočaré – nastavení úrokových sazeb nemá vliv na výši vodného a stočného či distribučních poplatků za elektřinu/plyn. Obdobně není vinou centrální banky, rozhodne-li parlament o zvýšení spotřební daně z tabáku a na druhou stranu jí nelze ani připisovat kredit za pokles celkové inflace díky tomu, že vstoupí v platnost nižší sazba DPH u některých spotřebních položek.

**Měnověpolitická inflace**, kterou ostře sleduje Česká národní banka, pak znamená celkovou inflaci očištěnou o vliv změn nepřímých daní (spotřební daně, DPH).

Kumulativní inflace za 24 měsíců - vývoj vybraných komponent (VI. 2022 - VI. 2024)



Obr. 4: Vývoj vybraných složek inflace od června 2022 do června 2024 (zdroj: ČSÚ)

Jak rozdílný může být vývoj jednotlivých složek inflace ukazuje obrázek 4. Připomínáme, že sledujeme dvouleté období od června 2022 do června 2024 a tedy všechny hodnoty jsou vztaženy k výchozím hodnotám cenových indexů ke 30/6/2022. Delší časové období nám umožňuje lépe identifikovat některé specifické jevy jako vliv energetického úsporného tarifu na celkovou inflaci ve Q4 2022 anebo také cykličnost vývoje cen v segmentu rekreace a kultura, které se začátkem letní sezóny prudce vzrostou, aby pak v září zase skoro stejně výrazně poklesly, takže cenový vývoj v této oblasti se ve výsledku zas tolik neliší od celkové inflace.

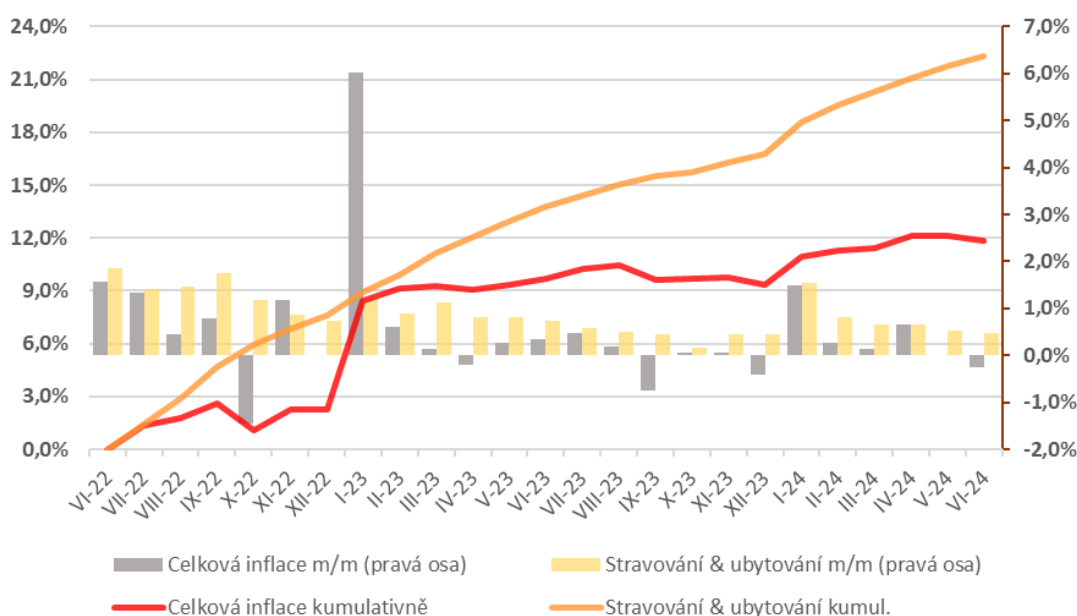
### V sevření „hospodské inflace“ – na dovolenou raději k Baltu než do Krkonoš?

Zmíněný graf ukazuje, že kumulovaná celková inflace za 24 měsíců končících letošním červnem dosáhla 11,9 %. Dobře je zde vidět, že největší část cenového nárůstu se odehrála v období do února 2023 (9,1 %), od té doby už bylo jeho tempo mnohem mírnější. Zároveň je zde vidět i proč – skok v cenách za služby spojené s bydlením (černá čára) včetně vodného, energií a otopu mezi prosincem 2022 a lednem 2023 spojený s ukončením platnosti „energetického úsporného tarifu“. Na kategorii bydlení lze rovněž vidět, že k masivnímu přečehování nájemného a služeb dochází s přelomem roku, případně k menším změnám i se začátkem čtvrtletí, jak distributoři energií mění své tarify, naopak po zbytek roku jsou tyto změny skoro zanedbatelné. Ceny v kategorii „Bydlení, voda, energie“ patřily ve zvoleném období mezi ty nejrychleji rostoucí (17,8 %, tedy skoro o 6 procentních bodů více než celková inflace).

Na opačném pólu stojí cenový vývoj v segmentu „Doprava“, která byla jedinou z 12 základních komponent inflace, kde ceny oproti výchozímu období poklesly. Velkou část toho lze přičíst příznivému vývoji cen ropy/motorových paliv, díky čemuž po celé sledované období ceny dopravy oscilovaly 0,5 % - 6 % pod výchozí úroveň z června 2022 a za 24 měsíců tak poklesly o 2,3 %.

Neméně velkou pozornost jistě budí oranžová čára připomínající trajektorii startujícího letadla – jedná se o komponentu „Stravování a ubytování“. Nejenže v této kategorii rostly ceny ve sledovaném období daleko nejrychleji (o 22,3 % za 24 měsíců, tedy o více než 10 procentních bodů nad celkovou kumulovanou inflací), ale dokonce zde jako u jediné z hlavních komponent nenastal ani jeden měsíc, kdy by ceny meziměsíčně byť jen stagnovaly – viz obrázek 5. Nejblíže této metě byl říjen 2023, kdy ceny stravování a ubytování vzrostly oproti předchozímu měsíci „jen“ o 0,17 %. Příchyllost českého spotřebitele k domácím hoteliérům a hospodským tedy podle všeho nezná mezí, neboť ti si mohou setrvale měsíc co měsíc dovolit ceny už dva roky zvyšovat. To také autora vyprovokovalo k nadpisu této pasáže; chceme-li tedy ČNB pomoci v boji s inflací v segmentu služeb, vypravme se za odpočinkem raději do ciziny či k babičce na Vysočinu a jídlo si uvařme sami, než abychom podporovali další „zhoubné cenové bujení“ diktované tuzemskými hotely, penzióny a restauracemi:

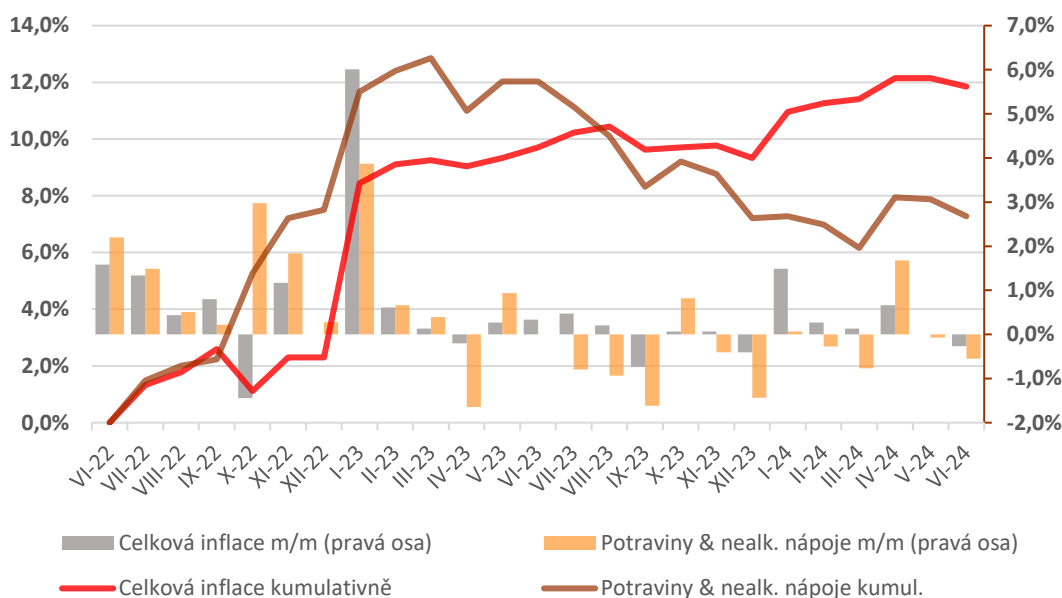
Ceny ubytování a stravování vs celková inflace (VI. '22 - VI. '24)



Obr. 5: Porovnání vývoje cen v kategorii „Ubytování a stravování“ s celkovou inflací (zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty)

Vývoj v kategorii „Potraviny a nealkoholické nápoje“ je zase příkladem komponenty, jež v posledních 24 měsících nejprve táhla inflaci vzhůru, tedy kdy ceny potravin a nápojů rostly rychleji než celková inflace, poměrně brzo dosáhly vrcholu (březen 2023, +12,9 % vůči výchozímu období) a následně začaly setrvale, i když nikoliv nepřerušovaně klesat a přispívat tak k poklesu celkové inflace – viz obrázky 4, 6. Ceny potravin a nealkoholických nápojů tak za sledovaných 24 měsíců narostly o 7,3 %, zatímco celková kumulovaná inflace činila 11,9 %. Rozdíl tak činil více než 4,5 procentního bodu. Příspěvek kategorie potravin a nealkoholických nápojů ke zpomalení celkové inflace byl, jak jsme již uvedli, nejvýraznější loni v září a v prosinci, kdy se meziměsíční cenový pokles v této kategorii pohyboval kolem 1,5 % (viz obr. 6) a také letos v březnu, kdy pokles přesáhl 0,7 %. Pro zbytek letošního roku už bohužel s touto „pomocí“ nejspíše nebudeme moci počítat, neboť přinejmenším od října s největší pravděpodobností dojde k obnovení mírného růstu cen potravin.

Vývoj cen potravin vs celková inflace (VI. 2022 - VI. 2024)



Obr. 6: Porovnání vývoje cen v kategorii „Potraviny a nealkoholické nápoje“ s celkovou inflací (zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty)

### Jádrové vs nejádrové složky inflace v prognózách ČNB a odhad cenového vývoje do konce roku

Kontrast mezi obrázky 5 a 6 dobře ilustruje, o čem vlastně ČNB hovoří, když po měnových zasedáních zveřejňuje výhledy dalšího vývoje inflace a nastavení úrokových sazeb. Ve svých prohlášeních často poukazuje na rozdíl ve vývoji cen obchodovatelného zboží (tedy mj. potravin) na straně jedné, kde postupně docházelo k odeznívání nabídkových tlaků, což spolu s oslabenou poptávkou vedlo k zastavení cenového růstu či k poklesu, a právě tržních služeb (mj. stravování a ubytování) na straně druhé, kde naopak přetrvávala a nadále přetrvává zvýšená dynamika cenového růstu. Vyšší než očekávaná setrvačnost růstu cen služeb spolu s přerušením dezinflace (tedy trendu poklesu cen) obchodovatelného zboží bývá ze strany ČNB zmiňována jako jedno z rizik budoucího vývoje spotřebitelských cen v České republice.

Jelikož zbožím, u něž bylo nastolení klesajícího cenového trendu nejmarkantnější, byly právě potraviny, které, jak už víme z předchozího, zároveň nepatří mezi složky inflace jádrové, tato divergence cenového vývoje mezi zbožím a službami vyústila také ve zvýšené tempo jádrové inflace oproti inflaci celkové. To je v ekonomice sice ta častější varianta (tedy že jádrová inflace > celková inflace; ceny služeb totiž obvykle rostou o něco rychlejším tempem než ceny zboží i v méně turbulentních dobách, než byly uplynulé tři roky) avšak z pohledu centrální banky ta „méně žádaná“. Jinými slovy, jelikož jádrová inflace odráží podkladové cenové tlaky v ekonomice co se týče spotřebitelských cen, tak instituce bdící nad cenovou stabilitou je ochotna spíše tolerovat situaci, kdy jádrová inflace zůstává nízká na úrovni cíle, avšak celkové inflační číslo poněkud „kazí“ náhlé „ustřelení“ kupř. cen ropy z důvodu útoku na tanker v Rudém moři, než když jádrová inflace zůstává nekomfortně vysoko, avšak v celkovém inflačním čísle je tato situace „maskována“ současným poklesem cen u některé z nejádrových položek, kupř. právě potravin.

**Centrální banka** ve svém srpnovém prohlášení **nedávný vývoj hodnotí tak, že** v rámci jádrové inflace **zvýšený cenový růst přetrvává již jen v cenách tržních služeb a dále** (již mimo jádrovou inflaci) **ve vybraných položkách regulovaných cen, zatímco ceny ve zbytku spotřebního koše se zvyšují jen umírněně či klesají. V podmínkách pouze pozvolného ožívování domácí ekonomiky taženého zejména zotavováním spotřeby domácností** v návaznosti na růst reálných mezd **vidí prostor pro mírný pokles tržních úrokových sazeb.** Rizika a nejistoty prognózy hodnotí jako vyvážaná.

**Inflace by se tak letos měla držet poblíž 2% cíle, přičemž před koncem roku mírně vzroste s ohledem na pokles srovnávací základny,** tedy loňské výrazné propady indexu spotřebitelských cen v září a prosinci a jeho stagnaci ve zbytku Q4 (viz tabulku 3). **Průměrná míra inflace za celý rok 2024 by tak podle ČNB měla dosáhnou 2,2 % a blízko této úrovně**



**se ve druhém pololetí stabilizuje i jádrová inflace (2,3 %). Na 2% úrovni by se měla míra inflace držet i v dalších obdobích až po horizont měnové politiky, tedy do Q1 2026 včetně.**

Riziky nastíněného vývoje jsou pak již zmíněné nepolevující tempo růstu cen tržních služeb, zvýšené mzdové požadavky v soukromém i veřejném sektoru (přičemž prognóza ČNB předpokládá, a tedy považuje za slučitelné s udržení cenové stability tempo růstu nominálních mezd v soukromém sektoru v průměru o 8,3 % letos a 6,6 % příští rok, zatímco pro veřejný sektor očekává tempo 3,4 %, resp. 5,7 % v roce 2025) a obecně zvýšené veřejné výdaje, zvláště ve volebním roce 2025. Proinflačním rizikem v delším období je pak dle centrální banky významnější než dosud předpokládaný nárůst aktivity na úvěrovém trhu vedoucí ke zrychlenému růstu peněžní zásoby v ekonomice, jenž by mohl pramenit především z výraznějšího než očekávaného oživení realitního trhu (tedy růstu objemu transakcí i cen). Naopak protiinflačně by se projevil déletrvající světový hospodářský útlum, zejména ekonomik našich největších obchodních partnerů (i. e. Německa) anebo rychlejší než předpokládané posílení směnného kurzu koruny zpět na úroveň kolem 24,50 CZK/€ a níže.

**Pokusíme-li se tedy s dnešními znalostmi namodelovat scénář možného vývoje inflace pro zbytek roku 2024, mohl by vypadat kupříkladu takto** (vycházejíce přitom z odhadů meziměsíčních změn indexu spotřebitelských cen):

- pro srpen předpokládáme meziměsíční nárůst o 0,2 % stejně jako loni, což implikuje hodnotu bazického indexu 152,3; to by také představovalo maximální hodnotu CPI pro letošek;
- v září totiž čekáme jednak výrazný pokles cen v kategorii „Rekreace a kultura“ jako každý rok, k čemuž by se měla přidat i kategorie „Bydlení, voda, energie“ díky snížení cen silové elektřiny, jak již dříve ohlásili její distributoři; pomůže-li trošku i vývoj v ostatních kategoriích, kupř. pokles cen motorových paliv s koncem prázdnin, nastřelme optimisticky celkový pokles CPI oproti srpnu o 0,8 % na hodnotu 151,1 – tedy ještě o trochu výrazněji, než ve stejném období loni;
- pro říjen, listopad a prosinec pak modelujeme meziměsíční nárůsty CPI o 0,1 – 0,2 %, což jsou hodnoty konformní s 2% meziroční inflací; tento scénář nás pak dovede k hodnotě bazického indexu 151,8 v prosinci 2024.

Hodnoty meziroční inflace implikované takto spočtenými hodnotami CPI jsou pak ve spodním řádku tabulky 3 vyznačeny modře:

**Tabulka 3: Scénář vývoje inflace do konce roku 2024 - hodnoty CPI a jeho meziměsíční/meziroční změny**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Prům.
<b>2023</b>	146,4	147,3	147,5	147,2	<b>147,6</b>	148,1	148,8	<b>149,1</b>	148,0	148,1	148,2	<b>147,6</b>	
<b>2024*</b>	149,8	150,2	150,4	151,4	151,4	151,0	152,0	<b>152,3</b>	<b>151,1</b>	<b>151,3</b>	<b>151,6</b>	<b>151,8</b>	
<b>Změna m/m '23</b>	<b>6,01%</b>	0,61%	0,14%	-0,20%	0,27%	0,34%	0,47%	0,20%	<b>-0,74%</b>	0,07%	0,07%	<b>-0,40%</b>	
<b>Změna y/y '23</b>	17,5%	16,7%	15,0%	12,7%	11,1%	9,7%	8,8%	8,5%	<b>6,9%</b>	8,5%	7,3%	<b>6,9%</b>	
<b>Změna m/m '24*</b>	<b>1,49%</b>	0,27%	0,13%	0,66%	0,00%	-0,26%	0,66%	<b>0,20%</b>	<b>-0,80%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,20%</b>	<b>0,10%</b>	
<b>Změna y/y '24*</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,3%</b>

Zdroj: ČSÚ, \*hodnoty pro VIII. – XII. 2024: vlastní odhady a výpočty

**Prosincová meziroční inflace by za těchto předpokladů dosáhla úrovně 2,8 %, a to především vinou poklesu srovnávací základny** (index spotřebitelských cen loni spadl z listopadových 148,2 na 147,6 v prosinci, tedy o 0,4 %). Průměrná inflace za 4. čtvrtletí by tak činila 2,4 %, tj. o desetinu procentního bodu více, než předpovídá ve své srpnové prognóze ČNB, a stejně tak **průměrná roční inflace za letošní rok<sup>3</sup> by činila 2,3 % versus 2,2 % dle odhadu ČNB.**

**Skutečnost bude samozřejmě od našich namodelovaných hodnot téměř jistě odlišná, avšak základní vzorec by měl být podobný – hodnoty meziroční inflace lehce nad 2 % v srpnu a září a následně její akcelerace v posledních dvou měsících roku do pásma mezi 2,5 – 3,0 %, přičemž autor by považoval za úspěch její udržení se v dolní polovině tohoto**

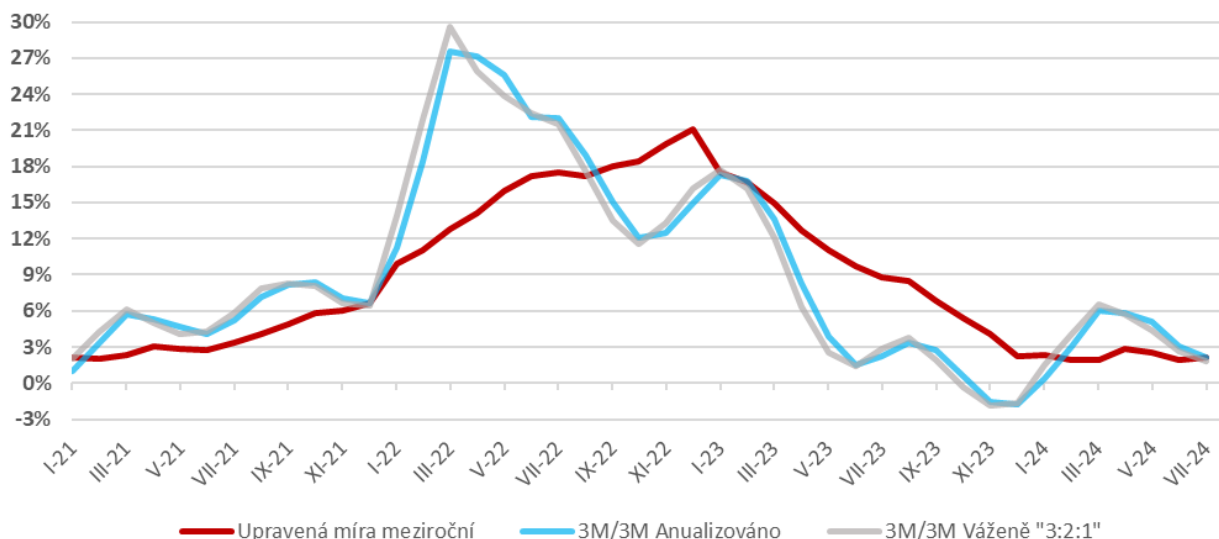
<sup>3</sup> Průměrná meziroční míra inflace se v tomto případě spočte jako podíl průměru hodnot indexu spotřebitelských cen (CPI) za rok 2024 a průměru hodnot CPI za rok 2023 snížený o jednotku. Obdobně průměrná inflace za vybrané čtvrtletí znamená podíl průměru hodnot CPI za dané čtvrtletí a průměru hodnot CPI za stejné čtvrtletí předchozího roku snížený o jednotku.

rozpětí. „Žolíky“ přitom zůstávají vývoj ceny ropy a potažmo motorových paliv, případné oslabení amerického dolaru vůči světovým měnám po zářijovém zasedání Fedu a možné posílení koruny vůči €.

**Pro úplnost ještě doplňme graf převládající míry inflace**, což je veličina, kterou jsme si zavedli loni zkrácením „pozorovacího okna“ cenového vývoje na 6 měsíců. Vzali jsme podíl klouzavých průměrů hodnot indexu spotřebitelských cen za poslední tři měsíce a předcházející 3 měsíce a takto spočtený index jsme anualizovali, aby odpovídal standardnímu pozorování vývoje za 12 měsíců. Převládající míra inflace<sup>4</sup> měla smysl pro odhad a zejména grafické vyjádření „okamžité míry inflace“ v ekonomice především v situacích, kdy byl růst spotřebitelských cen v rámci roku rozložen výrazně nerovnoměrně a kdy navíc část pozorování byla zkrácena administrativním zásahem (tehdejší promítnutím tzv. „energetického úsporného tarifu“ platného ve Q4 2022 do hodnot CPI v příslušných měsících). Jinými slovy převládající míra inflace nám posloužila k lepšímu odhadu okamžitých inflačních trendů.

Jak je vidno na obrázku 7, oba ukazatele převládající míry inflace (2,1 % a 1,9 %) téměř přesně dosedly na poslední zveřejněnou hodnotu meziroční inflace (2,2 %), tedy **převládající míra inflace se v červenci víceméně shodovala s meziročním číslem**.

Upravená míra inflace - meziroční a klouzavý 3měsíční růst indexu spotřebitelských cen (CPI)



Obr. 7: Převládající míra inflace (3měsíční anualizované hodnoty) v porovnání s upravenou meziroční měrou inflace (zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty)

### Pokračující dezinflace a nastavení úrokových sazeb (I) – struktura krátkodobých úrokových sazeb a tržní očekávání

Jak tedy vidí tržní hráči budoucí nastavení úrokových sazeb, jež by bylo konzistentní s inflačním cílem ČNB a již naznačenou cestou k němu? Připomeňme v této souvislosti, že zhodnocení investičních akcií třídy A fondu, jak už naši investoři vědí, bude až do konce roku 2026 navázáno na úroveň krátkodobých úrokových sazeb, konkrétně jednodenní sazby PRIBOR navýšené o marži.

V souvislosti s nastavením úrokových sazeb připomeňme dvě skutečnosti:

- **Horizont měnové politiky** – jak už jistě řada čtenářů ví, úrokové sazby působí v ekonomice se zpožděním. Reaguje-li tedy centrální banka na nečekaný nárůst inflace zvýšením úrokových sazeb, plný účinek vyšších sazeb

<sup>4</sup> Důvodům a okolnostem zavedení převládající míry inflace jsme se obsáhle věnovali v loňském srpnovém newsletteru, kde je také podrobně popsán i postup výpočtu upravené míry inflace: [https://3mfund.cz/data/files/3MF\\_Newsletter\\_2023\\_08\\_final.pdf](https://3mfund.cz/data/files/3MF_Newsletter_2023_08_final.pdf)

se projeví v ekonomice až za 12 – 18 měsíců (úrovňově citlivé segmenty ekonomiky jsou nuceny přehodnotit své plány – firmy odloží větší investice, jež jsou téměř vždy spolufinancovány úvěrem; dojde k utlumení developmentu a stavebnictví, neboť zde poměr vypůjčených zdrojů leckdy přesahuje 80 %; spotřebitelům se navýší úrokové sazby z nově poptávaných či refixovaných hypoték a realitní trh tak začne „zamrzat“; zdraží rovněž spotřebitelské úvěry a zároveň naroste pocit ekonomické nejistoty, což se projeví ochlazením spotřebitelské poptávky, zejména u dražších položek jako automobily či vybavení domácnosti). To však neznamená, že by nebyly oblasti, kde se změna nastavení úrokových sazeb projeví mnohem rychleji – například přílivem spekulativního kapitálu v důsledku nárůstu úrokového diferenciálu, tedy rozdílu mezi výší domácích a zahraničních úrokových sazeb (za podmínky víry investorů v kredibilitu centrální banky, tedy že to, co získají navíc na úrocích, neztratí kvůli oslabujícímu měnovému kurzu) vedoucím k posílení domácí měny;

- **Rozpětí (spread) mezi jednotlivými sazbami** – pro úrokové sazby se splatností do 1 roku již nějakou dobu platí, že kratší sazby jsou vždy o něco vyšší než delší, což je důsledek očekávání dalšího snižování úrokových sazeb. Jinými slovy **výnosová křivka je na svém krátkém konci negativně skloněná**, tedy jednodenní PRIBOR > tříměsíční PRIBOR > jednoletý PRIBOR. Jednodenní PRIBOR přitom setrvává již řadu měsíců na úrovni základní dvoutýdenní repo sazby, zatímco mezi 3měsíčním PRIBOR a dvoutýdenní repo sazbou je letos záporný spread v rozmezí 7 – 40 bazických bodů<sup>5</sup> podle data ve vztahu k nejbližšímu měnověpolitickému zasedání bankovní rady ČNB.

Kupříkladu 27. června, tedy v den jednání bankovní rady (avšak ještě před zveřejněním rozhodnutí), činil tento spread - 29 bazických bodů (4,96 % - 5,25 %), tedy hráči na finančním trhu byli přesvědčeni o snížení sazeb o 25 bps<sup>6</sup>. Česká národní banka však tentokrát trh překvapila, neboť srazila sazby o 50 bps, tedy dvoutýdenní repo sazba s platností od následujícího dne činila 4,75 %. Spread mezi 3M PRIBOR a 2W repo sazbou ke 28/6 tak činil -4 bazické body (4,71 % - 4,75 %). Pokles 3M PRIBOR ze 4,96 % na 4,71 % tak absorboval 25bodové „překvapení“ ze strany ČNB a zároveň spread - 4 bps vůči základní sazbě již předjímal snižování sazeb na dalším zasedání. Tento záporný spread se pak s plynoucím časem dále rozšiřoval, až v den dalšího měnověpolitického jednání 1. srpna dosáhl hodnoty -23 bazických bodů, tedy trh s velkou mírou jistoty očekával snížení úrokových sazeb o 25 bps, což se také stalo. Lze tedy předvídat, že uvedený záporný spread 3M PRIBOR – 2W repo se směrem k blížícímu se příštím zasedání bankovní rady (25/9) bude opět rozšiřovat se současných -9 bps (15/8) až někam k -25 bps, neboť i na zářijovém měnověpolitickém jednání by se podle očekávání mělo rozhodnout o snížení úrokových sazeb o čtvrt procentního bodu. **Lze tedy předpokládat, že až do dosažení „dna“ současného cyklu snižování úrokových sazeb bude mezi 3M PRIBOR a dvoutýdenní repo sazbou přetrvávat záporný spread cca -5 až -30 bazických bodů. Po dosažení dna úrokového cyklu by se měl obnovit normální stav**, tj. mírně pozitivní sklon krátkého konce výnosové křivky, **tedy situace, kdy delší sazby budou stejné či vyšší než sazby s kratší splatností.**

Vyzbrojeni touto informací si tedy při znalosti odhadovaných či trhem implikovaných 3měsíčních sazeb PRIBOR dokážeme odvodit odpovídající výši základní dvoutýdenní repo sazby a potažmo jednodenní sazby PRIBOR, která se s repo sazbou v podstatě kryje a která je pro nás zajímavá z pohledu odhadu budoucího zhodnocení investičních akcií třídy A. **Tržně implikované úrokové sazby 3M PRIBOR ke dni 15/8/2024 vypadaly následovně:**

**Tabulka 4: 3M PRIBOR - současná hodnota a tržně implikované budoucí sazby**

Období	Datum	(p. a.)	Spread (bps)*
Současnost	15.08.2024	<b>4,410%</b>	
za 3 měsíce	15.11.2024	<b>3,911%</b>	<b>-50</b>
za 6 měsíců	15.02.2025	<b>3,651%</b>	<b>-76</b>
za 9 měsíců	15.05.2025	<b>3,431%</b>	<b>-98</b>

\*spread vůči současné hodnotě; zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Výpočet tržně implikovaných budoucích sazeb vychází z hodnot 3M, 6M, 9M a 1Y PRIBOR publikovaných denně Českou národní bankou. Zároveň předpokládá platnost tzv. „teorie očekávání“, což je jedna z teorií struktury úrokových sazeb.

<sup>5</sup> bazický bod = setina procentního bodu

<sup>6</sup> bps = basis points = bazických bodů

Podle ní jsou delší úrokové sazby rovny výsledku vzniklému zřetěžením očekávaných krátkodobých sazeb, čili jejich geometrickým průměrem. Podle této teorie by totiž měla platit ekvivalence mezi tím, co investor zaplatí na úrokových nákladech kupř. ze zdrojů vypůjčených za 9měsíční PRIBOR a situací, kdy by si půjčil pouze na 6 měsíců za 6měsíční PRIBOR a k datu splatnosti by tento úvěr překlopil do nového na další 3 měsíce a se sazbou v tu dobu platného 3měsíčního PRIBOR (tedy za sazbu, kterou dnes neznáme). Konečný náklad obou takto strukturovaných devítiměsíčních půjček by tedy měl být ekvivalentní.<sup>7</sup> Výsledné implikované sazby 3M PRIBOR jsou zobrazeny v tabulce 4.

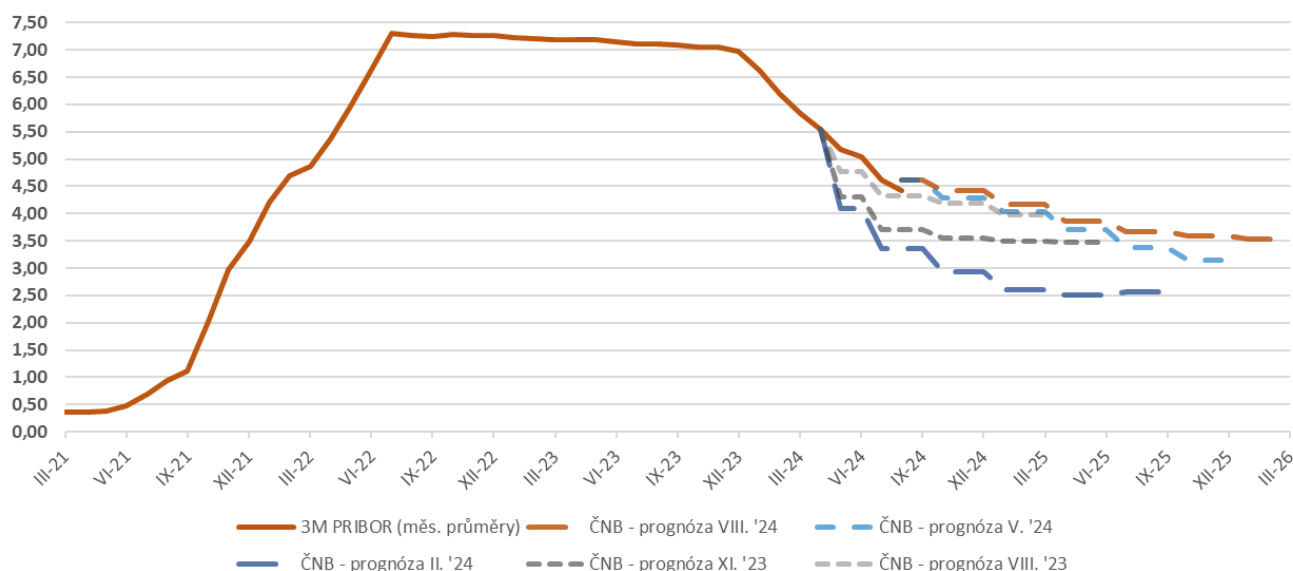
Poslední sloupec tabulky pak uvádí spread vůči hodnotě z 15/8/2024. **Z toho lze usuzovat, že trh je víceméně přesvědčen o dvojnásobném snížení sazeb, pokaždé o 25 bazických bodů, do poloviny listopadu, tedy na obou do té doby plánovaných měnověpolitických jednáních bankovní rady (25/9, 7/11), dalších 25 bps dolů by mělo následovat v prosinci či napřesrok v únoru a v květnu 2025 by se měla základní dvoutýdenní repo sazba nacházet o celý procentní bod níže než nyní, tedy na 3,50 % p. a.**

### *Pokračující dezinflace a nastavení úrokových sazeb (II) – znepokojivý pohled ČNB: ve znamení čekání na zimní slunovrat?*

Jak by měla sestupná cesta úrokových sazeb vypadat dle ČNB ukazuje obrázek 8. Je zde naznačen předpokládaný vývoj 3měsíční sazby PRIBOR nejen dle poslední, tedy srpnové prognózy, ale i dle předchozích čtyř prognóz. Proč? Protože už touto dobou před rokem ČNB správně předpovídala obnovení cenové stability začátkem letošního roku, což se také stalo, neboť meziroční tempo inflace pokleslo na 2,3 % v lednu a na 2,0 % v únoru a březnu. Stejně tak dosažení a zachování cenové stability až po horizont měnové politiky, tedy po příštích 18 měsících, předvíдалa i každá následující prognóza. Tomu by tedy měla odpovídat i nepřilíhající se měnící trajektorie budoucích úrokových sazeb.

Jak je však patrné z obrázku, skutečnost už nemůže být odlišnější. Navzdory prakticky neměnnému inflačnímu výhledu vykazují předpovídané trajektorie úrokových sazeb až šokující sezónní variabilitu. Jejich „obálka“, tedy pásmo vymezené nejnižší a nejvyšší trajektorií (únor 2024 vs srpen 2024 – ony „hrubě nasekané“ čáry) dosahuje širší místy až 150 bazických bodů!

Vývoj 3M PRIBOR (%) - skutečnost (měsíční průměry) a prognózy ČNB (kvartální průměry)



Obr. 8: Skutečný a předpokládaný vývoj 3M PRIBOR dle pěti posledních prognóz ČNB (zdroj: ČNB)

<sup>7</sup> Příklad – výchozí hodnoty byly k 15/8/2024 následující: 6M PRIBOR =  $r(6M) = 4,16\%$ ; 9M PRIBOR =  $r(9M) = 3,99\%$ ; hledaná/implikovaná hodnota 3M PRIBOR za 6 měsíců od výchozího data (tedy k 15/2/2025) =  $x$ ; úročící období = 1 čtvrtletí; pak platí:  $(1 + r(6M))^2 * (1 + x) = (1 + r(9M))^3$ , odtud  $x = (1 + r(9M))^3 / (1 + r(6M))^2 - 1 = 1,0399^3 / 1,0416^2 - 1 = 0,0365083 = 3,651\%$  p. a.



Je dobře patrné, že počínaje listopadem 2023 se ČNB začala s předpověďmi vydávat stále hlouběji do „holubičích teritoria“ – tehdy předpokládala 3měsíční úrokovou sazbu pro Q4 2024 kolem 3,50 %, kde měla setrvat až po tehdejší horizont prognózy, tedy do poloviny roku 2025. V únoru letošního roku pak podnikla dosud nejmělejší výpad na „území holubic“, kdy očekávaná trajektorie 3M PRIBOR měla prorazit shora hranici 3,50 % už na přelomu druhého a třetího čtvrtletí letošního roku, aby Q4 zakončila dokonce lehce pod úrovní 3 %. V květnu ovšem přišel divoký „jestřábí regres“: ČNB trajektorii predikovaných 3měsíčních sazeb téměř v celé její délce posunula o 80 – 140 bazických bodů nahoru, tedy hluboce zpět do „jestřábího teritoria“ téměř na stejnou úroveň, kde byla v srpnu 2023. Posun trajektorie úrokových sazeb dobře ilustruje tabulka 5:

**Tabulka 5: ČNB - Odhadovaná úroveň 3M PRIBOR a posun trajektorie sazeb dle jednotlivých prognóz**

	3M PRIBOR (%)			Posun vs 2/2024 (bps)		Tržní očekávání*	
	srpen '24	květen '24	únor '24	srpen '24	květen '24	srpen '24	Spread**
Q3-24	4,61	4,62	3,37	125	126	4,41	-20
Q4-24	4,43	4,28	2,93	150	135	3,91	-52
Q1-25	4,17	4,03	2,60	157	143	3,65	-52
Q2-25	3,86	3,71	2,51	134	120	3,43	-43
Q3-25	3,67	3,37	2,57	110	80		
Q4-25	3,59	3,14	2,73	86	41		
Q1-26	3,53						

Průměrné hodnoty pro dané čtvrtletí. Sloupce nadepsané „Posun“ ukazují rozdíl vůči únorové prognóze v bazických bodech. \*Trhem implikované sazby – viz předchozí tabulku 4; \*\*Rozdíl oproti údajům ze srpnové prognózy v bps (zdroj: ČNB, vlastní výpočty)

Srpnová prognóza pak znamenala posun na vzdálenějším konci o dalších 15 – 45 bps do „jestřábího teritoria“. Sazby dle srpnové předpovědi pro Q4 2024 – Q2 2025 jsou mj. také o 40 – 50 bps výše, než hodnoty implikované trhem, jak jsme o nich psali v předchozí pasáži – srovnajme poslední dva sloupce anebo tabulku 4.

Snazší než zodpovědět otázku, co bylo příčinou tak náhlé „změny nálad“ tvůrců prognóz ČNB, je ujasnit si, co takovým důvodem být nemohlo – viz následující tabulku:

**Tabulka 6: ČNB – Odhadovaný vývoj celkové a jádrové inflace dle jednotlivých prognóz**

	Inflace y/y (%)			Posun vs 2/2024* (bps)		Jádrová inflace y/y (%)			Posun vs 2/2024* (bps)	
	srpen '24	květen '24	únor '24	srpen '24	květen '24	srpen '24	květen '24	únor '24	srpen '24	květen '24
Q3-24	2,04	2,11	2,25	-21	-14	2,28	2,52	2,62	-34	-10
Q4-24	2,32	2,52	2,72	-40	-20	2,32	2,60	2,49	-17	11
Q1-25	2,19	2,35	1,75	44	60	2,24	2,37	1,96	27	41
Q2-25	1,75	1,90	1,90	-15	0	2,30	2,50	2,14	16	36
Q3-25	1,90	1,88	2,11	-21	-23	2,44	2,26	2,43	2	-17
Q4-25	2,00	1,86	2,12	-12	-26	2,42	2,08	2,41	0	-33
Q1-26	1,92					2,24				

Průměrné hodnoty pro dané čtvrtletí; \*změna v bazických bodech vůči únorové prognóze (zdroj: ČNB, vlastní výpočty)

Jak je vidět, **odhady celkové inflace se od února posunuly pokud vůbec, tak mírně dolů. I u jádrové inflace jsou změny minimální**, výjimkou je pouze mírné „přelití“ inflace ze Q4 2024 do Q1 2025 jak u celkové, tak u jádrové inflace.

**Co to znamená pro implikovanou reálnou úrokovou sazbu (definovanou jako rozdíl nominální úrokové sazby a inflace) pak ukazuje tabulka 7.** Bohužel tím znovu ožívá poněkud hororový scénář (anebo spíše hluboká nekonzistentnost předpovědí predikčního modelu ČNB) na který jsme upozorňovali u dnes už rok staré prognózy ČNB z loňského srpna. Naznačený vývoj úrokových sazeb jsme kritizovali a označili za stěžejně představitelný již v listopadovém zpravodaji<sup>8</sup>. **Těžko lze totiž obhájit stav, kdy by inflace setrvala dlouhodobě v blízkosti či dokonce pod 2% cílem ve výhledu pro šest**

<sup>8</sup> [https://3mfund.cz/data/files/3MF\\_Newsletter\\_2023\\_11\\_final.pdf](https://3mfund.cz/data/files/3MF_Newsletter_2023_11_final.pdf)

nadcházejících čtvrtletí a centrální banka by přesto rdousila ekonomiku naprosto nepřiměřeně vysokými reálnými úrokovými sazbami v řádu 1,80 – 2,60 % p. a. (purpurově vyznačené hodnoty). Tedy pokud nepřijmeme stále dotěrněji se vkrádající myšlenku, že v měsících kolem letního slunovratu se v ČNB začíná dít cosi nevysvětlitelného a zlověstného jako ve švédském hororu<sup>9</sup>...

**Tabulka 7: Cesta úrokových sazeb dle ČNB – prognózy ze VIII. '24, II. '24, VIII. '23: Po roce opět zlověstné léto?**

	Celková inflace (y/y, %)			3M PRIBOR (%)			3M PRIBOR - Inflace (%)		
	srpen '24	únor '24	srpen '23	srpen '24	únor '24	srpen '23	srpen '24	únor '24	srpen '23
Q3-23	8,07	8,07	8,19	7,10	7,10	6,84	-0,97	-0,97	-1,35
Q4-23	7,57	7,57	8,19	7,03	7,03	6,39	-0,54	-0,54	-1,80
Q1-24	2,10	2,86	2,55	6,22	5,44	5,76	4,12	2,58	3,21
Q2-24	2,50	2,65	2,35	5,25	4,10	4,78	2,75	1,45	2,43
Q3-24	2,04	2,25	1,87	4,61	3,37	4,33	2,57	1,11	2,45
Q4-24	2,32	2,72	1,78	4,43	2,93	4,19	2,11	0,21	2,40
Q1-25	2,19	1,75	1,57	4,17	2,60	3,98	1,98	0,85	2,41
Q2-25	1,75	1,90		3,86	2,51		2,11	0,61	
Q3-25	1,90	2,11		3,67	2,57		1,76	0,46	
Q4-25	2,00			3,59	2,73		1,59		
Q1-26	1,92			3,53			1,61		

Průměrné hodnoty pro dané čtvrtletí. Rozdíly odhadů 3M PRIBOR a inflace značí reálné úrokové sazby. Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

**Doufejme tedy, že jakmile se přiblíží zimní slunovrat**, predikčnímu modelu ČNB se podaří vymanit ze zajetí „temných sil“ (anebo se jej jednoduše jen podaří odladit) a **veřejnost se dočká realitě mnohem více odpovídajících implikovaných reálných úrokových sazeb. Ostatně sama ČNB vidí tzv. rovnovážnou reálnou úrokovou míru (RRUM) na úrovni 1 %**, tedy na hony vzdálenou děsivým purpurovým číslicům z předchozí tabulky.

Rovnovážná reálná úroková míra je krátkodobá reálná úroková míra konzistentní s dosahováním inflačního cíle a výkonem ekonomiky na potenciálu. Potenciálem se rozumí situace, kdy jsou produkční kapacity blízké plnému využití, avšak inflace stále zůstává pod kontrolou. Je to tedy vlastně pomyslný nejvyšší možný výkon ekonomiky, kdy ji není třeba ještě „chladit“ (zvýšováním úrokových sazeb) a samozřejmě ani stimulovat (jejich snižováním).<sup>10</sup>;

Abychom ale vše neházel jen na inovovaný predikční model ČNB, k určité změně podmínek zde od února přeci jen došlo – je to úroveň úrokových sazeb v eurozóně a vývoj směnného kurzu koruny (tj. její oslabení) – viz následující tabulku:

**Tabulka 8 - ČNB: Odhadované nastavení úrokových sazeb v eurozóně a predikce směnného kurzu koruny**

	3M EURIBOR (%)			Posun vs 2/2024* (bps)		CZK/EUR		Kurz CZK vs 2/2024**		
	srpen '24	květen '24	únor '24	srpen '24	květen '24	srpen '24	květen '24	únor '24	srpen '24	květen '24
Q3-24	3,54	3,41	2,88	67	53	25,20	25,11	24,53	-2,7%	-2,3%
Q4-24	3,36	3,20	2,66	70	55	25,21	25,02	24,43	-3,1%	-2,4%
Q1-25	3,21	3,07	2,54	67	53	25,13	24,97	24,38	-3,0%	-2,4%
Q2-25	3,11	2,97	2,47	64	51	25,04	24,87	24,34	-2,8%	-2,1%
Q3-25	3,03	2,89	2,41	63	48	24,92	24,75	24,30	-2,5%	-1,8%
Q4-25	2,97	2,80	2,32	64	48	24,82	24,68	24,25	-2,3%	-1,7%
Q1-26	2,90					24,73				

Průměrné hodnoty pro dané čtvrtletí; \*změna vůči únorové prognóze (v bazických bodech); \*\*změna směnného kurzu oproti únorové prognóze, (-) značí oslabení koruny; zdroj: ČNB, vlastní výpočty

<sup>9</sup> Slunovrat/Midsommar – režie Ari Aster. Trailer: <https://www.youtube.com/watch?v=I0UWlYa-00s>

<sup>10</sup> Opačně lze také říci, že měnověpoliticky neutrální krátkodobá nominální sazba by měla být na úrovni 2 % (tj. inflační cíl) + RRUM

Kdo sleduje hospodářské dění v zahraničí, ví, že už od jara analytici a ekonomičtí komentátoři očekávali zahájení cyklu snižování úrokových sazeb hlavními světovými centrálními bankami (ECB, Fed), k němuž však jako první přistoupila až v červnu ECB (o 25 bazických bodů), v srpnu pak následovala Bank of England. Americký Fed se prozatím zarytě drží svého cílového pásma 5,25 – 5,50 % téměř až na hranu vyvolání recese, o níž se už začíná vážně spekulovat, a to jen proto, že se silou mocí snaží předejít obviňování ze strany Republikánů (a zejména jejich divoké „MAGA“ sekty) že se snižováním sazeb snaží ve volebním roce napomoci jejich politickým protivníkům. Nicméně s tím, jak se inflace v USA dostala pod 3 %, se vidina snížení sazeb na zářijovém zasedání začíná čím dál více zhmotňovat.

České národní bance ovšem stav, kdy eurové úrokové sazby setrvávají na vyšších úrovních a úrokový diferenciál (tedy rozdíl mezi úrokovými sazbami v ČR a eurozóně) je tak užší, než se ještě zkraje roku očekávalo, příliš nevyhovuje, neboť tím relativně klesá motivace spekulativního kapitálu držet dlouhé korunové pozice (korunová aktiva). Důsledkem je tlak na oslabování koruny v prostředí, kdy zahraniční poptávka zůstává slabá a zahraničnímu obchodu (vývozum) se tak příliš nedaří, což je proinflační faktor (dovážené zboží je dražší). Ani 3% oslabení koruny ovšem není zas tak významným proinflačním impulsem, který je navíc snadno „léčitelný“ mírně zvýšeným nastavením úrokových sazeb po omezenou dobu a v konečném důsledku neznamena velké riziko pro dosažení inflačního cíle, což ostatně uznává i sama ČNB<sup>11</sup>. Tedy nic z toho neopravňuje tak restriktivní nastavení měnové politiky, jež by vedlo k vývoji 3M PRIBOR naznačenému v tabulce 7 („Zlověstné léto“) a potažmo vysoce kladným reálným úrokovým sazbám.

Autor je tedy přesvědčen, že podaří-li se v nadcházejících čtvrtletích dosahovat inflačního cíle v souladu s prognózou a ukotvit tak inflační očekávání domácností i podniků, bude ČNB jen těžko hledat důvody, proč i v příštím roce nepokračovat ve snižování úrokových sazeb. Úroveň 3měsíčního PRIBOR ve Q2 2025 proto autor vidí blízko či spíše pod současnou tržně implikovanou úrovní 3,43 % (tabulka 4), tedy někde v intervalu 3,00 – 3,25 %.

### *Očekávané zhodnocení investičních akcií za r. 2024 a jejich předpokládané reálné zhodnocení*

Již v úvodu tohoto newsletteru jsme uvedli, že zhodnocení investičních akcií třídy A za rok 2024 očekáváme v rozmezí 8,27 % - 8,48 %. Nyní trochu podrobněji k tomu, jak jsme k tomuto odhadu dospěli.

Investorům bude až do konce roku 2026 náležet tzv. „zajištěné zhodnocení třídy A“ určené jako průměrný jednodenní PRIBOR za dané oceňovací období navýšený o marži 3,25 %, přičemž pro zajištěné zhodnocení platí dolní a horní mez (7,7 %, resp. 10,7 % p. a.)<sup>12</sup>. Hodnotu průměrného 1D PRIBOR k polovině srpna již známe (5,665 %) a bude-li pro jeho výši i po zbytek roku platit to, co doposud, tj. že bude roven základní dvoutýdenní repo sazbě, pak vidíme dva mezní scénáře a jeden nejpravděpodobnější.

**Mezní scénář 1:** ČNB do konce roku již se sazbami nepohne, hodnota 2W repo sazby tak zůstane na hodnotě 4,50 %, což bude i hodnota 1D PRIBOR po zbytek roku. Průměrná hodnota jednodenního PRIBOR za celý rok by tak dosáhla 5,23 %;

**Mezní scénář 2:** ČNB po srpnovém zvolnění od září obnoví agresivní snižování úrokových sazeb, a to o 50 bazických bodů na nadcházejících dvou pravidelných měnových jednáních (25/9, 7/11) a o 25 bps v prosinci (19/12)<sup>13</sup>. Základní dvoutýdenní repo sazba (a s ní i 1D PRIBOR) se tak na konci prosince dostane o 125 bazických bodů níže oproti současné úrovni, tj. na 3,25 %. Tomu by odpovídal průměrný jednodenní PRIBOR za r. 2024 ve výši 5,02 %.

**Nejpravděpodobnější scénář:** centrální banka na každém ze zbývajících měnových jednáních sníží sazby o 25 bps, což bude znamenat celkové snížení sazeb o 75 bazických bodů a prosincovou hodnotu 2W repo sazby 3,75 % (a stejně tak hodnotu 1D PRIBOR); průměrný jednodenní PRIBOR za celý rok by tak dosáhl hodnoty 5,12 %. Na tom by ostatně příliš nezměnil ani fakt, pokud by na posledním letošním zasedání ČNB ponechala sazby beze změny, tedy pokud bychom zakončili rok na úrovni 4,00 %. Jelikož tato sazba bude vstupovat do výpočtu průměrného 1D PRIBOR jen po 5 pracovních dní, celoroční průměr by to zvedlo jen nepatrně, konkrétně o 1 bazický bod na 5,13 %.

**Zajištěné zhodnocení třídy A odpovídající mezním scénářům 2 a 1 by tak činilo 8,27 %, resp. 8,48 %, což lze považovat za velmi spolehlivý odhad intervalu zhodnocení investičních akcií fondu za rok 2024. Jako nejpravděpodobnější**

<sup>11</sup> Viz „Zpráva o měnové politice – jaro 2024“, str. 44 a dále: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-menove-politice/Zprava-o-menove-politice-jaro-2024/>

<sup>12</sup> Dle čl. 10.3 a) statutu

<sup>13</sup> Nová úroveň úrokových sazeb se přitom uplatní od následujícího pracovního dne.

**vidíme scénář 25bodového snížení sazeb na každém ze třech zbylých pravidelných měnověpolitických jednání ČNB, což by investorům přineslo zhodnocení investičních akcií přesně uprostřed tohoto intervalu, tj. 8,37 – 8,38 %.**

Jaké reálné zhodnocení investičních akcií tedy mohou investoři letos očekávat? Připomeňme, že za reálné zhodnocení považujeme zhodnocení investice počítané ve stálých cenách, tedy očištěné o vliv inflace. Koncept reálného zhodnocení jsme dopodrobna vysvětlili včetně příkladů v předchozích zpravodajích.<sup>14</sup> Zopakujme tedy jen vztah mezi nominálním a reálným zhodnocením investice, kdy druhé jmenované získáme diskontováním nominálního zhodnocení skutečnou či očekávanou měrou inflace podle toho, zda počítáme reálné zhodnocení za uplynulé období či je odhadujeme do budoucna:

$$(1 + \text{nominální zhodnocení investice}) / (1 + (\text{očekávaná}) \text{ míra inflace}) = 1 + r \quad (\text{vzorec 1}),$$

kde  $r$  představuje (očekávané) reálné zhodnocení za dané období.

**Naplní-li se tedy naše očekávání a prosincová meziroční inflace dosáhne 2,8 %, pak reálné zhodnocení odpovídající očekávanému nominálnímu zhodnocení 8,37 % za rok 2024 bude činit cca 5,4 %:**

$$r = 1,0837 / 1,0280 - 1 = 1,05418 - 1 = 0,0542 = 5,42 \%$$

**Pokud by tedy investoři očekávanou hodnotu investice na konci roku zpeněžili, budou za ní moci díky dosaženému zhodnocení pořídít o cca 5,4 % zboží a služeb více než na jeho počátku,** což je interpretace reálného výnosu investice. Reálné zhodnocení investičních akcií třídy A za loňský rok přitom dosáhlo 3,13 %<sup>15</sup>, a to přesto, že připsané nominální zhodnocení za rok 2023 bylo vyšší (10,25 %) než očekáváme letos. **Je tedy zřejmé, že díky klesající inflaci investoři za letošek podle všeho získají reálně více i navzdory nižšímu očekávanému nominálnímu zhodnocení než v předchozím roce.**

**Loni v listopadu jsme odhadovali, že ke konci roku 2023 naši investoři dosáhnou kumulativního reálného zhodnocení od prvního upisovacího období (tedy od 12/7/2022) až 4,8 %.** Jak vypadala skutečnost? **Díky poklesu inflace na konci předchozího roku a připsanému zhodnocení 10,25 % dosažené reálné zhodnocení investičních akcií tento odhad překonalo, když ke 31/12/2023 činilo téměř 5,6 %.**<sup>16</sup> Poslední čtvrtletí loňského roku bylo přitom z pohledu reálného zhodnocení mimořádně příznivé, neboť spotřebitelské ceny od září prakticky nerostly a v prosinci dále poklesly až na květnovou úroveň, viz tabulku 2.

Protáhneme-li dobu pozorování od stejného výchozího bodu na 24 měsíců, tedy do června 2024, abychom doplnili náš pohled na inflační vývoj za stejné období z předchozí pasáže, teoretické zhodnocení investiční akcie bude činit 20,2 %. K tomu jsme dospěli tak, že na aktuální hodnotu IA ke konci roku 2023 jsme aplikovali zhodnocení odpovídající uplynulé části roku 2024, tedy cca polovinu z pro letošek předpokládaných 8,37 %.<sup>17</sup> Projektované reálné zhodnocení investiční akcie tak v tomto období činí 7,5 %.

**Konečně aplikujeme-li stejný postup na období do konce letošního roku, pak za stejných předpokladů (tj. prosincová meziroční inflace dosáhne 2,8 % a očekávané zhodnocení IA za rok 2024 bude činit 8,37 %) dospějeme k projektované hodnotě investiční akcie ke 31/12/2024 ve výši 1,2510 Kč a jelikož kumulovaná inflace od 30/6/2022 za uvedených předpokladů dosáhne 12,44 %, projektované reálné zhodnocení ke konci letošního roku by mohlo přesáhnout 11 % (cca 11,3 %). To je tedy odhadovaný kumulovaný „nadvýnos“, o nějž zhodnocení investičních akcií od počátku prvního**

<sup>14</sup> [https://3mfund.cz/data/files/3MF\\_Newsletter\\_2023\\_11\\_final.pdf](https://3mfund.cz/data/files/3MF_Newsletter_2023_11_final.pdf)

<sup>15</sup> Meziroční míra inflace v prosinci 2023 činila 6,9 % a připsané zhodnocení za loňský rok dosáhlo 10,25 %; odtud tedy:  $r = 1,1025 / 1,069 - 1 = 1,03134 - 1 = 3,13 \%$ .

<sup>16</sup> Pro výpočty pro delší období použijeme ve vzorci 1 kumulované hodnoty. Jelikož výchozí hodnota IA byla 1 Kč, čítec zlomku je roven kurzu IA ke 31/12/2023, tedy 1,1544; jmenovatel zlomku pak vyjadřuje kumulovanou inflaci od června 2022 a je roven podílu příslušných hodnot CPI pro prosinec 2023 a červen 2022 z tabulky 2, tedy  $147,6 / 135,0 = 1,09333$ , tj. kumulovaná inflace za toto období dosáhla 9,3 %. Reálné zhodnocení IA je pak rovno  $1,1544 / 1,09333 - 1 = 1,05586 - 1 = 5,59 \%$ .

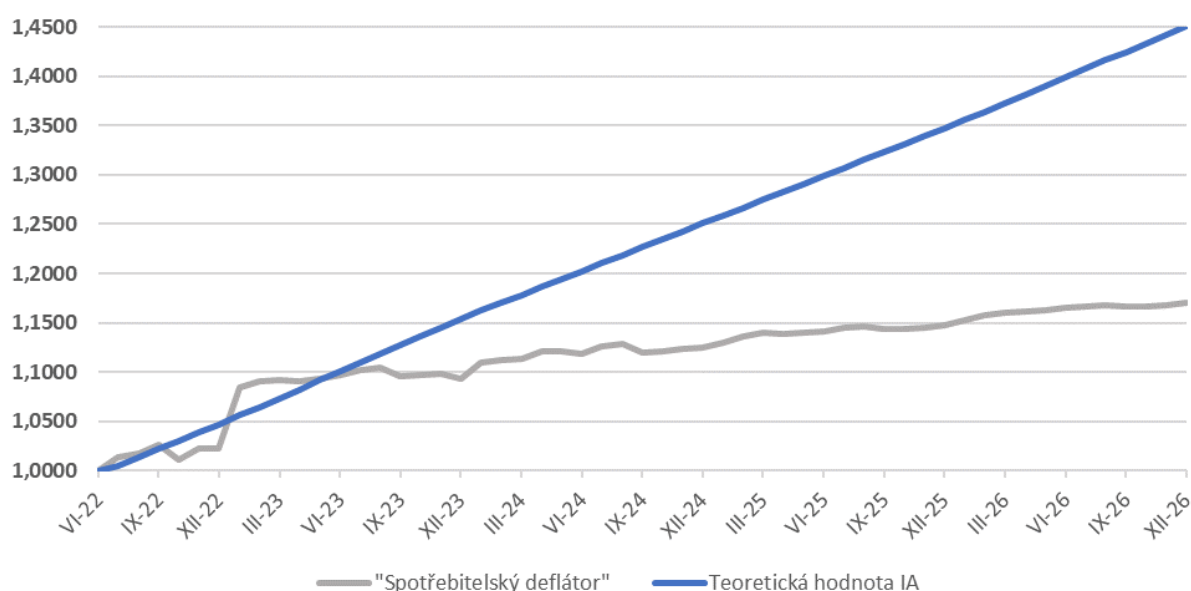
<sup>17</sup> Pro výpočet teoretického zhodnocení opět vyjdeme z aktuální hodnoty IA, tj. 1,1544 Kč násobené očekávaným zhodnocením narostlým ke 30/6/2024, tedy za 182 dní roku. Čítec zlomku vzorce 1 pak bude roven  $1,1544 * (1 + 0,0837 * (182 / 366)) = 1,1544 * 1,04158 = 1,2024$ ; to zároveň představuje teoretickou hodnotu investiční akcie k tomuto datu. Odpovídající zhodnocení je tedy 20,2 %, neboť výchozí hodnota IA činila 1 Kč. Jelikož kumulovaná inflace za stejné období, jak již víme, dosáhla 11,9 % (přesněji 11,85 %), tak projektované reálné zhodnocení investiční akcie činí  $1,2024 / 1,1185 - 1 = 1,0750 - 1 = 7,50 \%$ .



**upisovacího období do 31/12/2024 překonává kumulovanou inflaci. Pokud bychom tyto hodnoty chtěli převést na odpovídající roční hodnoty (tedy p. a., jak se často běžně uvádí), příslušné očekávané nominální zhodnocení by dosáhlo 9,47 % p. a. a očekávané reálné zhodnocení by činilo 4,4 % p. a.<sup>18</sup>**

Předpokládaný vývoj teoretické hodnoty investiční akcie třídy A v porovnání s kumulovanou inflací ilustruje obrázek 8. Čtenáři našich předchozích zpravodajů jej již znají, pro ostatní uvedme, že o teoretické hodnotě investiční akcie mluvíme proto, že počínaje rokem 2024 graf znázorňuje projektovanou hodnotu, a dále proto, že kurz investiční akcie se vypočítává jednou do roka vždy ke 31/12 a tedy přísně vzato graf by tvořily izolované body, nikoliv lomená čára. My jsme však pro názornost namodelovali spojitý graf, jako by hodnota akcie v rámci roku narůstala lineárně s ubíhajícím časem. Bod pro XII. 2023 tedy znázorňuje poslední spočtený kurz investiční akcie ke 31/12/2023, pro rok 2024 postulujeme zhodnocení 8,37 %, jak jsme již uvedli dříve, a od roku 2025 dále vzhledem k předpokládanému snižování úrokových sazeb počítáme se zhodnocením 7,70 % p. a., tedy na úrovni „floor“ dle statutu.

### Projekce teoretické hodnoty investiční akcie vs "spotřebitelský deflátor"



Obr. 8: Předpokládaný vývoj teoretické hodnoty investiční akcie třídy A proti kumulované inflaci za období počínaje 30/6/2022. Použité předpoklady uvedeny v textu dále.

Spotřebitelským deflátozem jsme pro zjednodušení nazvali kumulovanou (očekávanou) inflaci navýšenou o jednotku, tedy jmenovatel předchozího vzorce 1. Interpretovat jej můžeme tak, že se jedná o cenu zboží či služeb, jež ve výchozím období (tedy ke 30/6/2022) stálo 1 Kč a jeho cena následně kopírovala inflaci<sup>19</sup>, k danému časovému bodu. Pokud jsme tedy v červnu 2022 zakoupili takové zboží za 100 Kč, pak jeho cena v červnu 2024 stoupla na 111,90 Kč, neboť kumulovaná inflace za tuto dobu, jak již víme z předchozího textu, dosáhla 11,9 %. Podíl současné a výchozí ceny tohoto zboží (tedy v tomto případě 1,119) je pak roven spotřebitelskému deflátoru. Tím, že kumulovanou inflaci vyjadřujeme spotřebitelským deflátozem, dosahujeme toho, že v grafu jak projektovaná hodnota investiční akcie, tak i měřítko kumulované inflace vycházejí ze stejného bodu.

<sup>18</sup> Jelikož výchozí kumulovaná zhodnocení (nominální i reálné) jsou počítána od 12/7/2022 do 31/12/2024, tedy za období 903 dní, přepočet na p. a. hodnoty odpovídající roku o 365 dnech vyžaduje umocnění exponentem (365/903). Pro nominální zhodnocení tedy dostaneme  $1,2510^{(365/903)} - 1 = 1,09474 - 1 = 9,47\%$  p. a. a pro reálné zhodnocení potom platí  $r = (1,2510/1,1244)^{(365/903)} - 1 = 1,04405 - 1 = 4,41\%$  p. a.

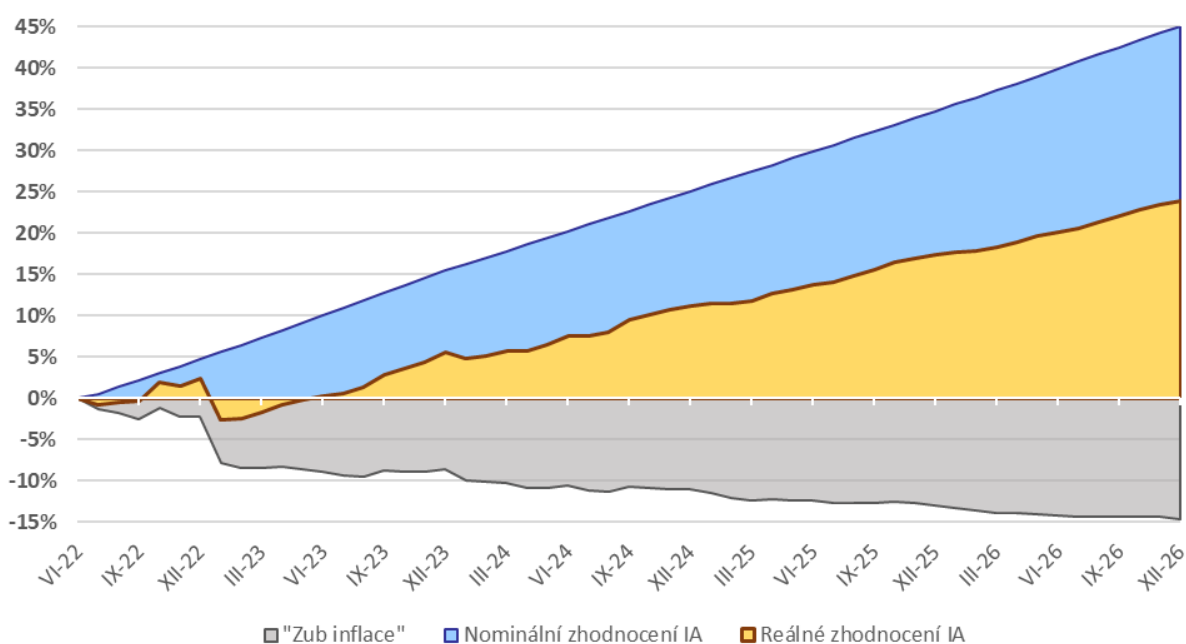
<sup>19</sup> Úplně přesně bychom zde měli hovořit o tzv. spotřebním koši, tedy souboru zboží a služeb, jejichž ceny používá ČSÚ k výpočtu indexu spotřebitelských cen, potažmo inflace.

Pro budoucí inflaci (meziroční údaj vždy k prosinci daného roku) jsme předpokládali tyto hodnoty: 2,8 % v souladu s naším odhadem (viz tabulku 3) pro rok 2024, 2,1 % pro rok 2025 na základě poslední prognózy ČNB<sup>20</sup> a nakonec 2,0 %, tedy na úrovni inflačního cíle ČNB, pro rok 2026. Výchozím bodem, jak jsme již uvedli, je 30. červen 2022, tedy konec měsíce bezprostředně předcházejícího prvnímu upisovacímu období. Zhodnocení investiční akcie počítáme od 12/7/2022, tedy od začátku prvního upisovacího období.

Z obrázku je zřejmé, že projektované zhodnocení investičních akcií v současnosti vysoce překonává kumulovanou inflaci, a s výjimkou krátkého období od ledna do května 2023 (kde je na vině lednový skokový nárůst inflace oproti prosinci 2022 o více než 6 %) to tak s největší pravděpodobností bude až do konce roku 2026. Nicméně i tak existují období, kdy inflace krátkodobě výrazněji „poskočí“ (kupř. letos v lednu) a obě čáry se k sobě mírně přiblíží, jež pak vystřídá období velmi mírné či dokonce záporné inflace (loňské poslední čtvrtletí či letošní květen a červen) kdy se projektovaná cena akcií rychle vzdaluje křivce spotřebitelského deflátoru.

Ještě názorněji vztah mezi předpokládaným zhodnocováním investičních akcií a kumulovanou inflací ukazuje obrázek 9. Projektované nominální zhodnocení IA zde doplňujeme o reálné kumulativní zhodnocení investiční akcie, přičemž vliv inflace na reálné zhodnocení akcií zde pro větší názornost ilustrujeme pomocí veličiny nazvané „zub inflace“.

### Nominální zhodnocení vs. "zub inflace" - projekce reálného kumulativního zhodnocení investičních akcií



Obr. 9: Předpokládaný vývoj kumulativního zajištěného zhodnocení, jak je definováno ve statutu, reálného kumulativního zhodnocení investiční akcie a kumulované ztráty vnitřní kupní síly české koruny za období od 30/6/2022 do 31/12/2026

Jak již naši čtenáři vědí, „zub inflace“ vyjadřuje kumulovanou ztrátu vnitřní kupní síly české koruny k danému datu; představuje to, o kolik méně (popř. více) zboží a služeb si je spotřebitel schopen pořídit v daném časovém okamžiku za 1 Kč oproti výchozímu období (v našem případě červnu 2022) vinou nakumulované inflace. Vypočte se jako převrácená hodnota spotřebitelského deflátoru snižená o jednotku. To znamená, že čím vyšší je inflace, tím více zub inflace „užívá“ z domácí kupní síly českého spotřebitele. Jedná se tedy o jakýsi obrácený pohled na inflaci – zatímco „v klasickém pojetí“ ji obvykle vnímáme jako růst cen, tj. o kolik více jsme nuceni zaplatit za stejné zboží a služby, „zub inflace“ vyjadřuje to, o kolik její vinou zchudneme, čili jakou měrou se sníží naše kupní síla – o kolik méně zboží a služeb si dnes můžeme pořídit

<sup>20</sup> <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-menove-politice/Zprava-o-menove-politice-leto-2024/>

za stejnou peněžní částku jako ve výchozím období. Podrobněji včetně příkladů jsme se tématu věnovali dříve, zájemce proto odkážeme na zpravodaje z loňského srpna a listopadu<sup>21</sup>.

Na obrázku 9 je názorně vidět, jak období zrychlené či dokonce skokově rostoucí inflace „užívají“ z reálného zhodnocení investičních akcií. Skokový 6% meziměsíční nárůst cen v lednu 2023 strhl projektované reálné zhodnocení na pět měsíců do záporných hodnot, naproti tomu období stagnujících cen či dokonce zřídka okamžiky cenového poklesu (Q4 2023, očekávaný pokles CPI letos v září) tempo reálného zhodnocování výrazně urychlují. Výchozí předpoklady jsou pochopitelně stejné jako u předchozího grafu 8, tj. stejná předpokládaná nominální zhodnocení v jednotlivých letech a stejná prosincová meziroční inflační čísla, jako jsme psali o několik odstavců dříve.

Naplní-li se tedy tyto předpoklady, pak ke konci lock-up periody, tedy ke 31/12/2026, by cena investičních akcií měla vystoupat na kurz cca 1,4500 Kč, což by představovalo 45% nominální zhodnocení od 12/7/2022. Kumulovaná inflace by od června 2022 za dříve uvedených předpokladů měla dosáhnout 17,1 %, což by znamenalo kumulované reálné zhodnocení investičních akcií téměř o 24 %.

*Přejeme našim investorům spokojené babí léto, naplňování scénáře stabilizace inflace kolem 2 % a obnoveného ukotvení inflačních očekávání znamenajícího pokračující snižování úrokových sazeb a dále nastolení takového geopolitického prostředí, jež umožní obnovení udržitelného hospodářského růstu a prosperity!*

Jiří Lengál

Investiční manažer

IFMS Advisory s.r.o.

#### *Užitečné externí odkazy:*

Česká bankovní asociace – ČBA Hypomonitor

<https://www.cbamonitor.cz/kategorie/cba-hypomonitor>

ČSÚ – Indexy spotřebitelských cen podle klasifikace ECOICOP (měsíčně):

<https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/shortUrl?su=e730f7c1>

ČNB – Zprávy o měnové politice

<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-menove-politice/>

#### *Prohlášení o odpovědnosti*

*Tento dokument je určen výhradně pro informační a propagační účely a není nabídkou, výzvou či doporučením k investování. Před investičním rozhodnutím je nutné se seznámit se zněním statutu fondu. Investování s sebou nese riziko, které může vést k poklesu hodnoty investice a kapitálové ztrátě. Hodnota investičních akcií se v čase mění a historické výsledky fondů nejsou indikací ani zárukou výsledků budoucích. Investice do fondu podléhá rizikům uvedeným ve statutu fondu. Informace obsažené v tomto dokumentu byly připraveny s maximální péčí, mohou však být předmětem změn a aktualizací a fond ani obhospodařovatel neposkytují záruku ohledně jejich správnosti či úplnosti. Zdanění fondu je stanoveno zákonem a může být při změně zákona upraveno.*

<sup>21</sup> [https://3mfund.cz/data/files/3MF\\_Newsletter\\_2023\\_08\\_final.pdf](https://3mfund.cz/data/files/3MF_Newsletter_2023_08_final.pdf);  
[https://3mfund.cz/data/files/3MF\\_Newsletter\\_2023\\_11\\_final.pdf](https://3mfund.cz/data/files/3MF_Newsletter_2023_11_final.pdf)