

# 3M FUND MSI SICAV a.s.

Newsletter

listopad 2023

Vážení investoři,

přinášíme vám druhé letošní vydání „newsletteru“, který by vás měl ve více či méně pravidelných intervalech informovat o dění ve fondu, ať už co se týká projektů zařazených do portfolia a jeho změnách, anebo o širších ekonomických souvislostech, o nichž předpokládáme, že jsou pro naše investory relevantní a zajímavé.

**Tentokrát okomentujeme některé aspekty hypotečního a realitního trhu a dále navážeme na naše srpnové úvahy o inflaci a možném scénáři vývoje úrokových sazeb s dopadem na očekávané zhodnocení investičních akcií.**

Přejeme vám příjemné čtení a hlavně to, ať jste se svou investicí spokojeni!

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

## Základní údaje

3M FUND MSI SICAV a.s. (ke 31.12.2022)	(Kč)	(ks)
Aktiva na konci období	1 395 049 803,64	
Hrubý fondový kapitál*	47 387 300,06	
Třída inv. akcií A: čistý fondový kapitál/počet akcií	16 753 972,60	16 000 000
Třída inv. akcií Z: čistý fondový kapitál/počet akcií	29 119 924,28	207 000 000
Závazek za akcionáře třídy Z z titulu nevydaných akcií **	120 000 000,00	
<b>Kurz investiční akcie třídy A:</b>	<b>1,0471</b>	
<b>Kurz investiční akcie třídy Z:</b>	<b>0,1407</b>	

\* Fondový kapitál v červenci 2023 dále narostl o cca 206 mil. Kč z titulu vydání 206,5 mil. ks investičních akcií třídy S za emisní kurz 1 Kč. Vzhledem k roční oceňovací periodě budou IA třídy S do tohoto přehledu doplněny až po provedení ocenění ke 31/12/2023.

\*\* 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 dni účetní závěrky nebyly odpovídající akcie třídy Z vydány, byla v souladu se zásadami účtování dle IFRS tato částka ke konci roku vykázána jako závazek za akcionáře třídy Z. Po vydání příslušných akcií ve Q2 2023 byl tento závazek přeúčtován jako fondový kapitál třídy Z, jenž tak narostl na 149,1 mil. Kč. Celkový fondový kapitál vč. třídy S tak ke konci října 2023 činil cca 374,4 mil. Kč.

## Komentář k dosaženému a očekávanému zhodnocení investičních akcií

Investiční akcie třídy A dosáhly v roce 2022 zhodnocení přislíbeného statutem; ona 4,71 % za dobu od červencového úpisu akcií odpovídají výkonnosti 10 % p. a. dle odst. 10.3 písmena a) statutu.

Výhled pro rok 2023 stále ukazuje setrvávání jednodenní sazby PRIBOR na úrovni základní sazby (2W repo) České národní banky, tedy na 7 %. Očekávané zajištěné zhodnocení v letošním roce by tedy mělo být blízké 10,25 % p. a., neboť centrální banka zjevně odsunula případné snížení sazeb až ke konci roku, pokud k němu tedy vůbec přikročí. Připomínáme, že zajištěné zhodnocení pro investory do IA třídy A ve smyslu odst. 10.3 písmen a) a c) statutu je krom fondového kapitálu třídy A včetně předpokládaného zhodnocení zajištěno i

hodnotou fondového kapitálu třídy Z, která dle posledního ocenění dosahuje hodnoty cca 149 mil. Kč – viz předchozí tabulku a poznámku k ní.

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

### Centrum Hostivice

Na projekt „Centrum Hostivice“ bylo vydáno stavební povolení, jež nabylo právní moci dne 28/2/2023.

Od prosince do dubna proběhly na pozemku nutné demolice. V květnu byla zahájena výstavba; v lokalitě proběhl archeologický průzkum, jenž byl ukončen v polovině srpna, a v souběhu byly provedeny zemní práce na zajištění stavební jámy – záporovým pažením v kombinaci s tzv. „milánskou stěnou“ bránící zhroucení jejích okrajů. Výkop stavební jámy byl ukončen, dokončují se hlubinné piloty a v současnosti probíhá realizace monolitických konstrukcí základové desky, jež bude současně tvořit konstrukci podlahy společného prvního podzemní podlaží (suterénu) vznikajících budov.



Vizualizace projektu „Centrum Hostivice“

### Palác Trnitá

Loni byla zkolaudována I. etapa projektu „Palác Trnitá“. Nedodělky byly dokončeny, došlo k předání bytových i nebytových jednotek zákazníkům. 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 přestěhovalo i brněnské sídlo MS-INVEST a.s., jež je ústřední a servisní společností celé skupiny společností kolem MSI. Zároveň probíhá výstavba II. etapy projektu s odhadovaným dokončením na přelomu let 2023/2024. Budova dokončená v rámci 1. etapy byla letos nominována do celorepublikové soutěže „Stavba roku“.



*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. Projekt již vlastní stavební povolení v právní moci, v září došlo k předání staveniště generálnímu dodavateli. Bylo započato se skrývkou ornice. Rovněž byly zahájeny práce na budování infrastruktury (vodovod pro veřejnou potřebu, kanalizační řady, odvádějící splaškové a dešťové vody do hlavních oddílných stok). Dále byly zahájeny práce na přeložce stávajícího vodovodního řadu, která umožní založení nových obytných budov.



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

Zdůrazňujeme, že navzdory převládajícím nepříznivým podmínkám na realitním trhu, jak o nich píšeme dále, skupina společností kolem MS-INVEST letos zahájila 4 rezidenční projekty, z čehož 2 spadají pod 3M FUND MSI (Hostivice, Řeporyje). Očekáváme, že tak budeme připraveni využít obnovení prozatím odložené poptávky po bytech ve velkých městech, což nám, věřme, již v blízkém budoucnu přinese konkurenční výhodu. Očekávaný pokles úrokových sazeb v příštím roce by měl trhu s bydlením poskytnout nový impuls.

## Pohled na poslední vývoj na hypotečním a nemovitostním trhu a pokračování srpnového zamyšlení se nad inflací

Na trh s bydlením už druhý rok tvrdě doléhají přísné měnové podmínky nastolené Českou národní bankou, jež se od léta 2021 vydala v rámci boje se vzdouvající se inflací cestou zvyšování úrokových sazeb. Ceny nemovitostí ve většině regionů ČR vykazují jednociferný meziroční pokles a úrokové sazby z úvěrů na bydlení, potažmo úvěrová aktivita zůstávají na hony vzdáleny úrovním z konce roku 2020 či prvního pololetí 2021. Zvýšené náklady financování spolu se známou zdoluhavostí povolovacích procesů v ČR vedou některé developery k odkládání nových projektů. Aniž bychom zde měli ambici do detailu analyzovat každý aspekt nemovitostního trhu, na základě posledních zveřejněných dat upozorníme na některé skutečnosti, jež by přesto mohly zavdávat příčinu k mírnému optimismu.

### Shrnutí:

- V srpnu, září i říjnu jsme i přes přetrvávající prostředí vysokých úrokových sazeb pozorovali výrazný meziroční nárůst objemu nově poskytnutých hypotečních úvěrů, byť z nízké základny. V lehkém poklesu pokračovala i průměrná sazba nově poskytnutých hypoték, která sestoupila na 5,71 %, tj. o 27 bazických bodů z prosincových maxim (5,98 %).
- Zaznamenáváme rovněž oživení na „second hand“ trhu s existujícími (tj. již dříve alespoň jednou prodanými) byty, což má díky „přelévání“ cash flow příznivý dopad na objem transakcí na trhu nových nemovitostí.
- Dobrou zprávou pro „nabídkovou stranu“ je rovněž výrazné zpomalení růstu indexu cen stavebních prací (tedy nákladů stavební výroby) od letošního března, přičemž ceny samotných materiálových vstupů pro výstavbu bytových budov se ve 2. čtvrtletí dostaly dokonce lehce pod úroveň ze 3. čtvrtletí loňského roku.
- Listopadová prognóza ČNB nově počítá s poklesem HDP v letošním roce a snižuje i odhad růstu pro rok 2024; co se vývoje inflace týče, centrální banka poněkud „zahadně“ předvídá neměnnou cenovou hladinu pro zbytek roku (CPI na úrovni cca 147,8 pro X. – XII.) a o něco rychlejší tempo růstu cen v r. 2024 oproti předchozí předpovědi.
- U úrokových sazeb naopak čeká v příštím roce o něco nižší úroveň, přičemž z dat plyne nadále alespoň 50bodové (tj. o 0,50 %) snížení základní sazby ještě letos, k čemuž jsme dosti skeptičtí. Poukážeme na vysoké reálné úrokové sazby nových hypoték ve světle převládající míry inflace, která je výrazně nižší, než co ukazují oficiální meziroční hodnoty.
- Zářijový nečekaně silný meziměsíční pokles cen potvrdil naši tezi o převládající míře inflace, která se již od května pohybuje okolo či pod úrovní 3 %, tedy na horní hranici či uvnitř tolerančního pásma ČNB. Meziroční míra inflace v září dosáhla 6,9 %, což téměř jistě představuje letošní minimum, neboť ve zbytku roku budeme úroveň cen poměřovat vůči uměle stlačené základně z loňska, kdy platil tzv. „úsporný energetický tarif“.
- Příjemné zářijové „inflační překvapení“ mělo příznivý dopad na hodnotu „spotřebitelského deflátoru“, jak jsme jej definovali v srpnovém zpravodaji. Spolu s odkladem snižování úrokových sazeb, který nás vedl k navýšení odhadu průměrného 1D PRIBOR v letošním roce na 10,21 % oproti předchozím 9,83 %, to byl faktor, jenž nás přiměl ke zvýšení odhadu očekávaného reálného kumulativního zhodnocení investičních akcií ke konci letošního roku i mezitímních hodnot. Ty mírně překonávají úroveň reálného zhodnocení předpovídané v srpnovém newsletteru.
- Možný scénář dalšího vývoje ceny investiční akcie, kumulované inflace a reálného zhodnocení investičních akcií do konce roku 2026 jsme aktualizovali dle listopadové prognózy ČNB a našich vlastních odhadů pro zbytek roku. Jak by za použití pravidel stanovených ve statutu a za předpokladu dosahování současného inflačního cíle Českou národní bankou v letech 2025 – 2026 tento vývoj mohl vypadat, ukazují aktualizované grafy v závěru dokumentu.

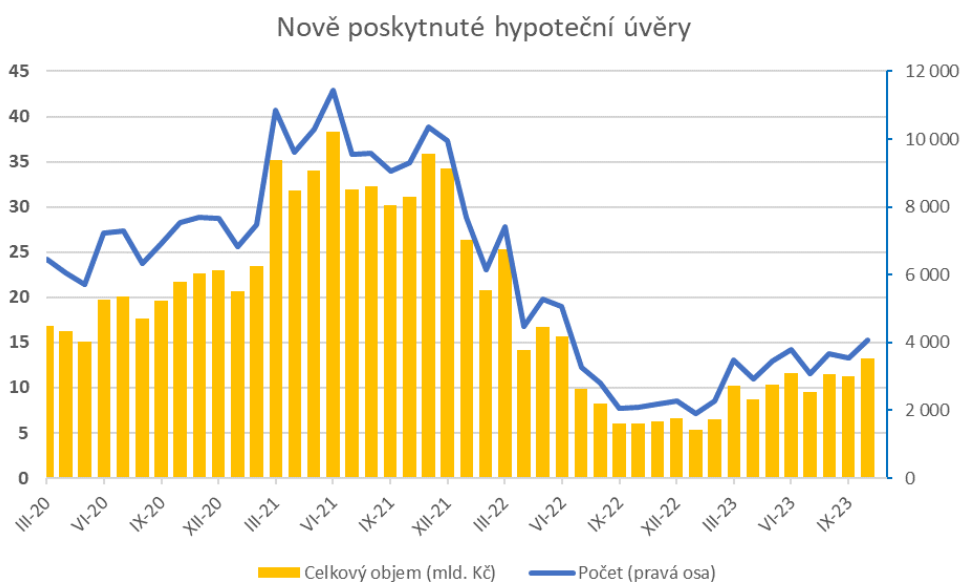
### Trh úvěrů na bydlení – první „zelené výhonky oživení“?

Od léta zaznamenáváme opatrné, avšak setrvalé oživení hypotečního trhu. Podle posledních údajů České bankovní asociace banky a stavební spořitelny v říjnu poskytly hypoteční úvěry v objemu 16,1 mld. Kč, což je více než dvojnásobek oproti loňskému roku, kdy byl ovšem úvěrový trh již „zamrzlý“, tedy porovnáváme oproti velmi nízké základně. Meziměsíčně pak jde o nárůst o 18 %, ovšem s tím, že říjen bývá sezónně silnější měsíc než září. I po zohlednění tohoto efektu to však značí téměř 10% růst. Na něm se podle představitelů asociace podepsaly akční nabídky některých bank a také uvolnění požadavků na příjmy žadatele (tj. parametru DSTI) ze strany ČNB.

Objem nově poskytnutých hypoték (tedy bez refinancování) v říjnu vystoupal na 13,2 mld. Kč ze zářijových 11,3 mld. Kč, což představuje meziměsíční nárůst o 17 %. Po zářijové stagnaci tak jde o potvrzení růstu objemu poskytovaných úvěrů patrného od května. Objem nově poskytnutých hypotečních úvěrů byl naposledy vyšší v červnu 2022 (15,7 mld. Kč).

Počet nových hypoték pak přesáhl 4000, rovněž poprvé od loňského června. Pokračoval i velmi mírný pokles úrokové sazby z nově poskytnutých hypoték, a to ze srpnových 5,78 % p. a. přes zářijových 5,74 % dále na 5,71 % p. a., což je nejnižší úroveň od července 2022 (kdy činila 5,42 %), tedy za posledních 15 měsíců, a 27 bazických bodů pod maximem z loňského prosince, kdy vyšplhala na 5,98 %.

Asi je zbytečné zdůrazňovat, jak velmi je tato úroveň vzdálena bezpříkladně nízkým úrokovým sazbám běžným v období od 4. čtvrtletí 2020 až do poloviny roku 2021, kdy jejich průměr osciloval kolem 2 %. Přestože se tato situace v dohledné době stěží zopakuje, tak s ohledem na fakt, že převládající míra inflace, jak jsme si ji definovali v srpnovém newsletteru<sup>1)</sup>, se na rozdíl od oficiálních meziročních údajů již od května drží na úrovni kolem 3 % a v září dále výrazně poklesla, zde existuje možnost (a vyplývá to i z prognózy samotné ČNB), že centrální banka možná ještě v prosinci přikročí ke snížení úrokových sazeb. To by se mělo posléze promítnout i do posílení sestupného trendu úrokových sazeb z hypoték.



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 (zdroj: ČBA Hypomonitor – Česká bankovní asociace)



A jak vidí stav trhu s bydlením **Jaroslav Smrčka, obchodní ředitel** spřízněné developerské společnosti **MS-INVEST a.s.**?

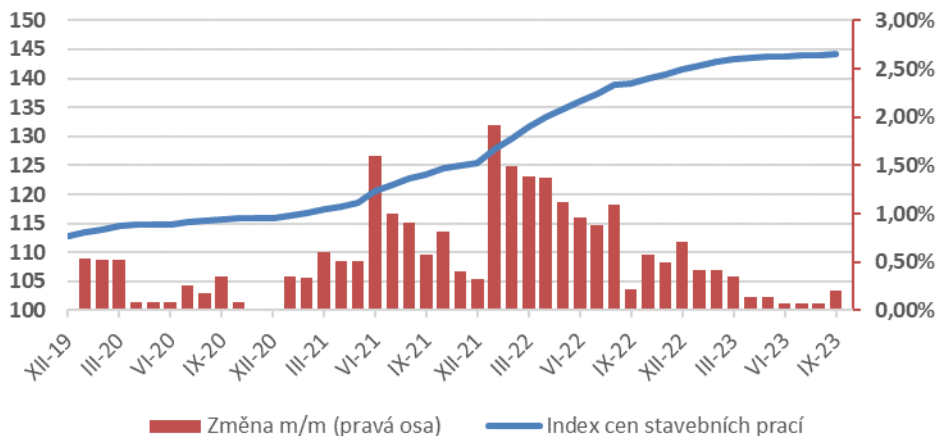
*„Oživení na trhu nemovitostí pozorujeme od Q1 2023, kdy se rozhybal second-handový trh s domy a byty (tzn. s dříve už alespoň jednou vlastněnými a prodanými jednotkami). Přesto je trh nadále výrazně brzděn vysokými úrokovými sazbami z nově poskytovaných hypoték. Z tohoto důvodu 95 % našich klientů hradí nákup dokončených nemovitostí z vlastních zdrojů – ať už čistě z úspor či v kombinaci s příjmem z prodeje dříve vlastněné nemovitosti. Nicméně můžeme říci, že kvalitní projekty, jsou-li správně naceněny, si své kupce nadále nacházejí.“*

Soudě dle této zkušenosti tedy rozhodující pro schopnost/ochotu klienta financovat nákup nové nemovitosti může být i vlastnictví sekundární nemovitosti a jeho možnost tuto zpeněžit.

#### *Nabídková strana – nákladový pohled: stagnující ceny materiálových vstupů a stavebních prací*

Spolu s rychlým až překotným všeobecným růstem cen v ekonomice od konce léta 2021 nezůstal pochopitelně uchráněn ani sektor stavebnictví. Dobrou zprávou pro objednatele stavebních prací, potažmo pro kupce budoucích nemovitostí je, že dle údajů Českého statistického úřadu letos rychlost růstu cen stavebních prací zdaleka nedosahuje loňského tempa, přičemž příslušný index od letošního března v podstatě stagnuje, jak je vidět na obrázku 3:

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



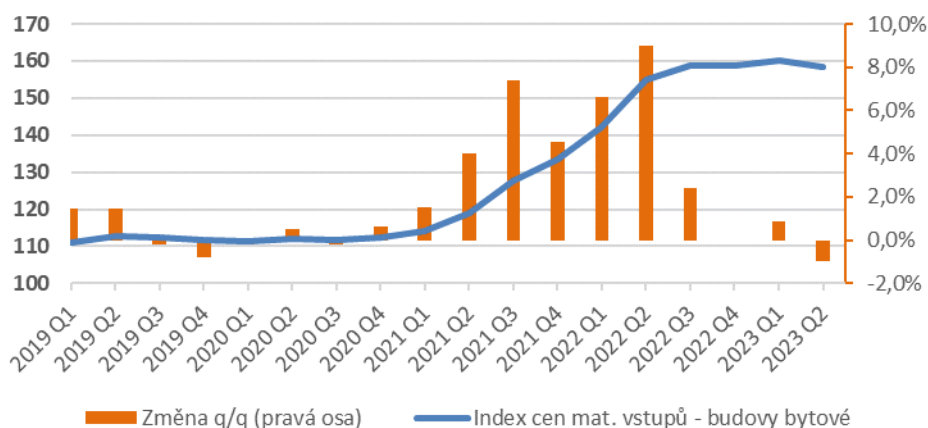
Obr. 3: Index cen stavebních prací a jeho meziměsíční změny; údaje za VII. až IX. 2023 jsou odhady (zdroj: ČSÚ)

Podíváme-li se na vývoj indexu cen materiálových vstupů ve stavebnictví, což je „podmnožina“ indexu cen stavebních prací, a v něm pak specificky na komponentu materiálových vstupů pro výstavbu bytových budov (dalšími jsou pak pro zajímavost ceny vstupů pro budovy nebytové výrobní/nevýrobní, inženýrské stavby a vodohospodářské stavby), pak vidíme, že ceny v tomto segmentu již tři čtvrtletí nerostou (což je opět v souladu s pozorováním stavebních inženýrů z MS-INVEST a.s.) a ve druhém čtvrtletí 2023 dokonce mezikvartálně poklesly – viz tabulku 1 a obr. 4:

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

	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2
Index	114,2	118,8	127,6	133,4	142,2	155,0	158,7	158,7	160,1	158,5
- q/q	1,5%	4,0%	7,4%	4,5%	6,6%	9,0%	2,4%	0,0%	0,9%	-1,0%
- y/y	2,5%	6,1%	14,1%	18,6%	24,5%	30,5%	24,4%	19,0%	12,6%	2,3%

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



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

### Česká ekonomika na dezinflační cestě (II) – ví ČNB něco, co my ne?

Česká národní banka v druhém listopadovém týdnu vydala novou zprávu o měnové politice. Navážeme-li na srpnový newsletter, tak vidíme odlišnosti v dezinflační cestě; ČNB oproti předchozí prognóze výrazně snížila odhad průměrné inflace pro letošní 4. čtvrtletí na 7,5 % a naopak pro rok 2024 předvídá rychlejší tempo růstu cen než doposud:

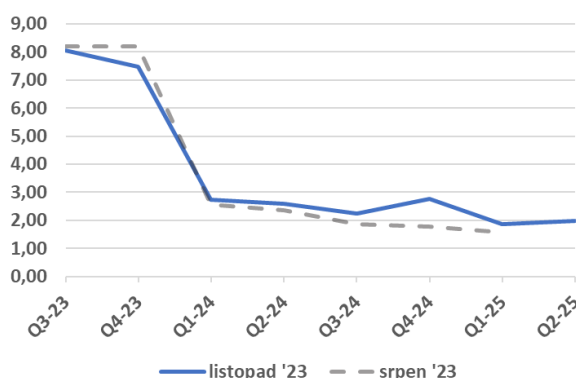
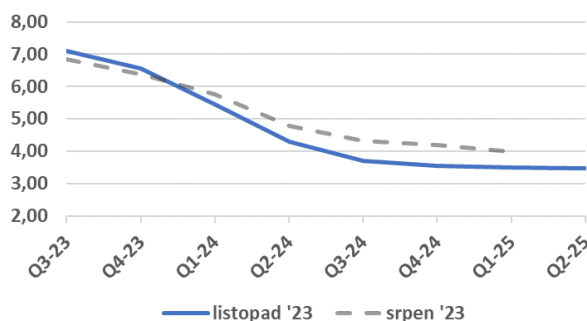
Tabulka 2: ČNB – listopadová vs. srpnová vs. květnová prognóza 2023

	Celková inflace (y/y, %)			3M PRIBOR (%)			3M PRIBOR - Inflace (%)	
	listop. '23	srpen '23	květen '23	listop. '23	srpen '23	květen '23	listop. '23	srpen '23
Q1-23	16,40	16,40	16,40	7,20	7,20	7,20		
Q2-23	11,17	11,17	11,64	7,17	7,17	7,20		
Q3-23	8,07	8,19	8,32	7,10	6,84	6,68		
Q4-23	<b>7,49</b>	8,19	8,33	6,55	6,39	6,00		
Q1-24	2,72	2,55	2,50	5,46	5,76	5,43	2,74	3,21
Q2-24	2,60	2,35	2,10	4,30	4,78	4,75	1,70	2,43
Q3-24	<b>2,24</b>	<b>1,87</b>	1,97	3,71	4,33	4,28	<b>1,48</b>	<b>2,45</b>
Q4-24	<b>2,75</b>	<b>1,78</b>	1,81	3,54	4,19	3,96	<b>0,79</b>	<b>2,40</b>
Q1-25	<b>1,85</b>	<b>1,57</b>	N/A	3,49	3,98	N/A	<b>1,65</b>	<b>2,41</b>
Q2-25	<b>1,97</b>			3,48			<b>1,51</b>	

Data = průměrné hodnoty za jednotlivá čtvrtletí

Zdroj: ČNB – „Zpráva o měnové politice – podzim/léto/jaro 2023“, vlastní výpočty

Cesta, po níž se má inflace podle ČNB nově ubírat, je tedy o něco spletitější než v srpnové prognóze. Upřímně řečeno z odhadu pro letošní Q4 na úrovni 7,5 % není autor příliš moudrý; přestože zářijový překvapivě silný pokles cen je jistě vítaný, oficiální odhady pro říjen, listopad a prosinec (8,3 %; 7,1 %; 7,0 %) odpovídají téměř přesně situaci, kdy by cenová hladina po zbytek roku stagnovala na zářijové úrovni (přesněji tedy CPI = 147,8), jak o tomto hypotetickém scénáři píšeme v komentáři k tabulce 3, viz její poslední řádek. Tvzení, že tři měsíce po sobě ceny nevzrostou ani nepoklesnou, si snad může dovolit Státní plánovací komise KLDR, ale stěžejí centrální banka v liberální ekonomice; na mne to působí spíše jako výsledek chybně nastaveného excelového vzorce. Nebo snad ČNB ví něco, co my ne?

Prognóza ČNB: meziroční míra inflace -  
 čtvrtletní průměrné hodnoty (%)

 Prognóza ČNB: 3M PRIBOR - čtvrtletní  
 průměrné hodnoty (%)


Obr. 6 a 7: Porovnání letošních prognóz ČNB (zdroj: ČNB – „Zpráva o měnové politice – podzim/léto 2023“)

**Pro rok 2025 pak centrální banka naopak čeká o něco vyšší míru inflace** (v průměru 2,6 % oproti předchozím 2,2 %), **byť stále v horní polovině tolerančního pásma**, tedy mezi 2 – 3 %. **V revizi směrem nahoru hrál roli růst regulovaných cen** (distribuční složka cen elektřiny a zemního plynu, obnovení platby za OZE) a předpokládané **zdražení motorových paliv**, které letos růst cenové hladiny naopak brzdilo. **Jádrová inflace** (tedy bez cen potravin a paliv) **by měla být oproti srpnovému odhadu v příštím roce nižší** (cca 3,0 % vs 3,5 %) a samotné **ceny potravin by měly v podstatě stagnovat** (i když vzhledem k propadu cen vstupů a zběsilému tempu zdražování počátkem roku by si český spotřebitel zasloužil jejich nemalý pokles). **Ne zcela neutrální efekt zřejmě budou mít úpravy DPH**, jež byly sice takto zamýšleny, ovšem **díky známému jevu „zdražili všichni, nezlevní nikdo“** (maje na mysli položky, u nichž došlo k růstu, resp. poklesu sazby DPH) se obávám, že jejich dopad bude mírně proinflační. **Dvouprocentního cíle tak ČNB dle vlastního odhadu dosáhne až v Q1 2025 namísto Q3 2024** (modře vyznačené hodnoty v tabulce 2).

### Scénář „Bankovní ráj/klientské peklo“, zdá se, mimo hru

Současně s odsunutím dosažení inflačního cíle o půl roku ČNB předpokládá nižší úroveň krátkodobých sazeb (srovnejme obr. 6 a 7). Za tuto zdánlivou nekonzistenci ovšem banku paradoxně chválíme, neboť tím byla odstraněna nekonzistence jiná a daleko hrubější, jež se nám zjeví při pohledu na „vzdálený konec“ prognózy. Centrální banka totiž dle srpnové prognózy ve Q1 2025 původně čekala průměrnou inflaci 1,57 %, tedy už velmi blízko dolní hranice tolerančního pásma (1 %) a zároveň 3měsíční PRIBOR ve výši téměř 4 %. **To by implikovalo, že krátkodobá reálná úroková sazba** (tedy rozdíl 3M PRIBOR a míry inflace, viz poslední dva sloupce tabulky 2) **bude dlouhodobě dosahovat 2,4 %** (= 3,98 % - 1,57 %; purpurově vyznačené hodnoty), což by šlo bez velkého přehánění označit za „bankovní ráj“ (alespoň pro retailové banky bohaté na levná depozita) a naopak „klientské peklo“. Uvažme totiž, že k mezibankovní sazbě je třeba přičíst ještě likviditní a rizikovou přírážku, abychom dospěli ke skutečné úrokové sazbě nabízené fyzickým/firemním klientům na středně – a dlouhodobých úvěrech typu hypoték! **Autor proto s uspokojením kvituje, že nová sada odhadů implikuje znatelně „rozumnější“ úroveň reálné úrokové sazby kolem 1,40 %** (předposlední sloupec tabulky 2), která mnohem více odpovídá míře inflace ukotvené v dolní polovině tolerančního pásma.

### Pozitivní inflační překvapení – výrazný meziměsíční pokles CPI v září potvrzený říjnovou stagnací cen

Vývoj indexu spotřebitelských cen (CPI, „Consumer Price Index“) za září příjemně překvapil, když meziroční míra inflace poklesla na 6,9 %, přičemž očekávání analytiků se pohybovala kolem 7,5 %. Zásahu na tom měl především výraznější pokles cen potravin a nealkoholických nápojů, ve stejném duchu přispělo rovněž snížení cen plynu a elektřiny v kategorii nákladů na bydlení. Meziměsíčně šlo o pokles o více než 0,7 % a letos to bylo teprve podruhé, kdy se ceny zboží a služeb v souhrnu meziměsíčně snížily (viz tabulku 3). Říjnový nepatrný nárůst cenové hladiny tento vývoj podtrhl. Pravděpodobnější se tak rázem stal nejen návrat míry inflace do cílového koridoru ČNB už v lednu 2024, ale i snížení úrokových sazeb ještě před koncem roku, což někteří analytici naznačovali už od jara. Na základě poměrně „jestřábí“ tiskové konference po listopadovém zasedání bankovní rady se však autor domnívá, že na první snížení sazeb si budeme muset počkat do příštího roku.



**Tabulka 3: Index spotřebitelských cen (CPI) v jednotlivých měsících a jeho meziměsíční/meziroční změny**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	'23 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	147,6	148,1	148,8	149,1	148,0	148,1	<b>148,4*</b>	<b>148,7*</b>	<b>7,2%</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>8,0%***</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%	<b>0,20%</b>	<b>0,20%</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%	<b>7,5%</b>	<b>7,7%</b>	
<b>- var. stagnace CPI**</b>										<b>8,4%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,2%</b>	

Modře vyznačeny odhadované/teoretické hodnoty. \*) odhadované údaje za XI. – XII. 2023, rostl-li by CPI v tomto období tempem 0,20 % měsíčně; \*\*) varianta, kdy by CPI po zbytek roku zůstal na zářijové hodnotě 148,0; \*\*\*) kumulovaná inflace za I. – VIII. 2023  
Zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty

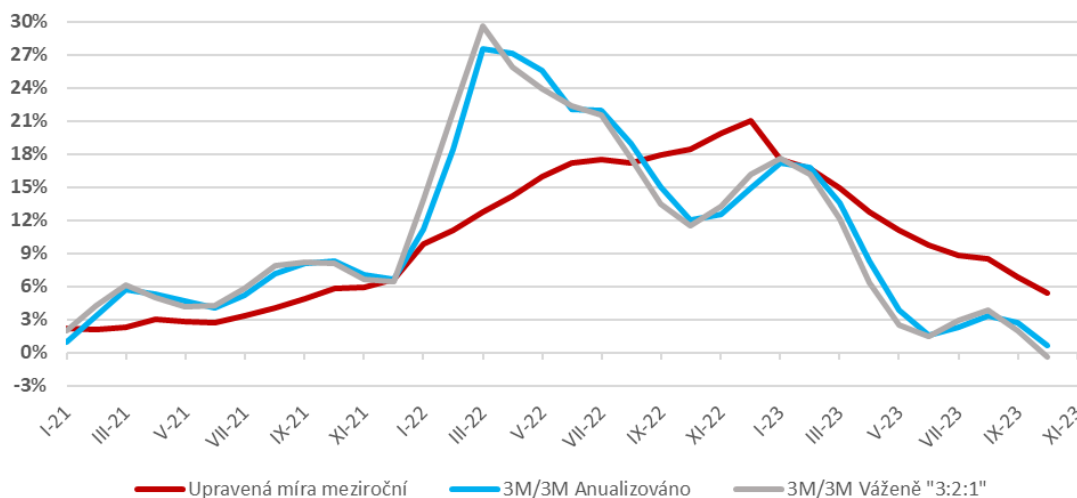
Na základě tohoto inflačního vývoje si autor troufá vyslovit následující tvrzení:

- Zářijových 6,9 % představuje téměř s jistotou letošní minimum míry inflace** – po zbytek roku bude hrát klíčovou roli srovnávací základna, tedy hodnoty indexu spotřebitelských cen v X. – XII. 2022 (v tabulce hnědě vyznačené hodnoty) ovlivněné zavedením tzv. „energetického úsporného tarifu“ v loňském roce. Díky tomuto opatření spotřebitelské ceny v závěru roku zdánlivě nerostly, přestože inflační tlaky v ekonomice nikam nezmizely. Toto téma jsme poměrně obsáhle komentovali v srpnovém newsletteru<sup>7)</sup>.
- Kumulovaná inflace za uplynulou část letošního roku poklesla ze srpnových 8,0 % na zářijových 7,2 %, kde se udržela i v říjnu** (viz poslední sloupec tabulky) – z těchto 7,2 % jde ovšem plných 6 procentních bodů za lednovým „cenovým skokem“, tedy meziměsíčním nárůstem cen v lednu tohoto roku, což jsme podrobně komentovali v srpnovém vydání newsletteru. To jen podtrhuje naše dřívější tvrzení o tom, jak odlišná je kvůli tomu „převládající míra inflace“<sup>1)</sup> od oficiálně zveřejňovaných meziročních údajů (viz následující text).
- V prosinci můžeme realisticky očekávat meziroční míru inflace pod 8 %** - budeme-li pro zbytek roku předpokládat růst spotřebitelských cen tempem cca 0,20 % měsíčně (v souladu s dosavadním průměrným meziměsíčním tempem za únor až srpen a také s naší dříve definovanou „převládající mírou inflace – viz další text<sup>1)</sup>) pak se pro listopad a prosinec dostaneme na hodnoty z předposledního řádku tabulky 3, tzn. na 7,5 % a 7,7 % na konci roku. **Budiž tedy interval 7,5 – 8,0 % naším novým odhadem** spotřebitelské inflace na konci roku **namísto předchozích 8,5 – 9,5 %**, která jsme nadnesli v předchozím zpravodaji.

### *Převládající míra inflace v září na 2,7 %, v říjnu blízko nule*

V srpnovém čísle newsletteru<sup>7)</sup> jsme si definovali „převládající míru inflace“ jako odhad momentální síly inflačních tlaků v ekonomice a získali jsme ji zúžením „pozorovacího okna“, tedy zkrácením období, v němž inflaci měříme, a rozprostřením takto získané hodnoty na celý rok, tedy anualizací. Spočetli jsme ji jako klouzavý 3měsíční průměrný růst indexu spotřebitelských cen, tedy podíl průměru hodnot indexu spotřebitelských cen za poslední tři měsíce a průměru hodnot CPI za bezprostředně předcházející 3 měsíce, anualizovaný (= převedený na dvanáctiměsíční hodnotu). Výpočet včetně příkladu opakujeme v části „Použití definice a vysvětlení postupů“<sup>1)</sup>. V následujícím obrázku je „převládající míra inflace“ vyznačena modrou čarou – obr. 8:

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



Obr. 8: Upravená meziroční míra inflace a 3měsíční anualizovaná míra inflace (zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty)

Zopakujme, že takto vypočtená míra inflace ze své podstaty ignoruje dění starší než 6 měsíců, a naopak jednorázové cenové impulsy za poslední klouzavé čtvrtletí „zesiluje“ tím, že je díky anualizaci přepočítává na celý rok. **Cenou za lepší vystižení okamžitých inflačních trendů je tedy zvýšená volatilita takto spočteného indexu.** Uvedeným zkrácením pozorovacího okna tedy z dat odfiltrujeme lednový „cenový skok“, zmíněný v předchozím bodě 2, a věříme-li, že okamžité inflační trendy vystihuje tento ukazatel lépe než „oficiální“ meziroční číslo, máme v rukou poměrně užitečný nástroj.

S 3měsíční anualizovanou měrou inflace si můžeme dále „hrát“, tj. modifikovat její výpočet, aby kupř. dával vyšší váhu „čerstvějšímu“ měsíci a příslušnému indexu spotřebitelských cen, oproti „dávnějšímu“ měsíci. Tím zvýšíme váhu cenového trendu za poslední měsíc oproti trendům za předchozí měsíce. Takto „naváženou“ 3měsíční anualizovanou inflaci představuje šedá čára v obrázku 8 (údaj „3M/3M 3:2:1“ – tedy pro výpočet zářijové hodnoty byly hodnoty indexu spotřebitelských cen za září/srpen/červenec namísto prostého průměru vzaty v poměru 3:2:1, stejně tak byly navázeny měsíce tvořící srovnávací základnu – červen/květen/duben). Díky velké volatilitě 3měsíčních ukazatelů sice obě čáry při zvoleném měřítku často téměř splývají, ovšem **tříměsíční anualizovaná inflace za září „navážená“ v poměru 3:2:1 by nepřekvapivě ukazovala na ještě nižší převládající míru inflace, a to 2,0 %.** Pohled, ČNB!

Čtenáři našeho předchozího newsletteru už vědí, že takto definovaná „**převládající míra inflace**“ ukazuje na výrazné zpomalení inflačních tlaků už od května, kdy poklesla na 3,9 % (modrá čára „3M/3M Anualizováno“), zatímco „oficiální“ meziroční míra inflace se ještě nacházela výrazně nad hranicí 10 %, konkrétně na 11,1 % (červená čára „Upravená míra meziroční“). V červnu ze srovnávacího ze základu vypadl prosinec 2022 a převládající míra inflace dále poklesla až na 1,6 %, přičemž oficiální meziroční číslo činilo ještě 9,7 %. **Od té doby převládající míra inflace osciluje kolem úrovně 3 %, konkrétně v září dosáhla 2,7 %.** Oficiálně zveřejňovaná meziroční míra, jak už víme, ve stejném období postupně klesala z hladiny kolem 9 % až na zářijové letošní minimum 6,9 %. **V říjnu, kdy ceny oproti září téměř nevzrostly, pak díky tomu poklesla až na 0,6 %.** Zde se právě projevil vliv anualizace, který znásobil efekt nižší cenové hladiny v těchto dvou měsících. **Věříme-li, že převládající míra inflace je dobrým prediktorem blízké budoucnosti, pak v lednu 2024 by se k sobě měly obě čáry těsně přiblížit,** neboť do srovnávací základny pro meziroční údaj pronikne leden 2023 a oba grafy by tak měly skončit v horní polovině cílového inflačního pásma ČNB, tedy v rozmezí 2 – 3 %.

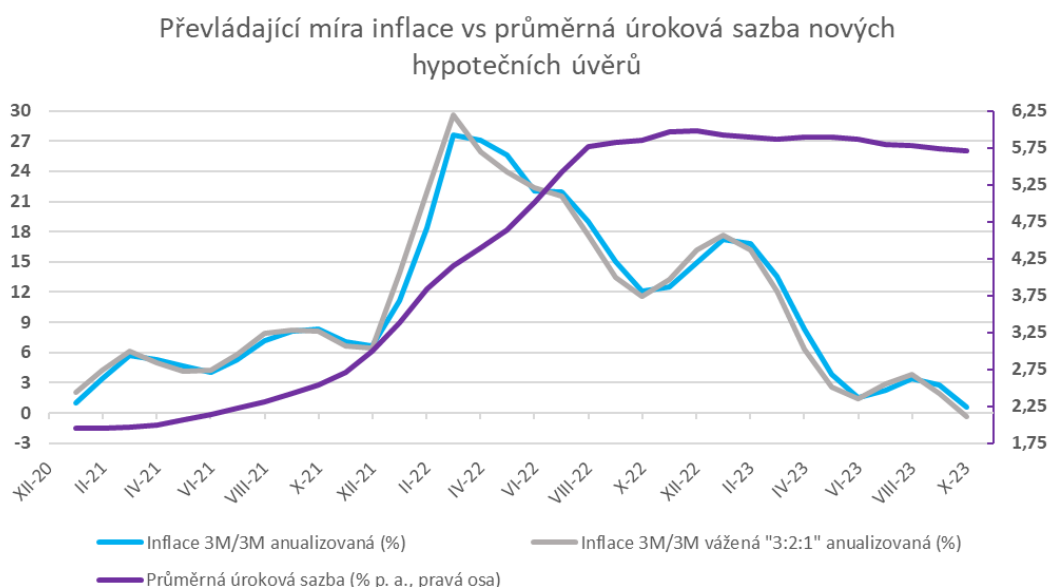
Na tomto místě ještě připomeňme, že **upravenou míru inflace** zobrazenou v předchozím grafu jsme získali přepočtením hodnot CPI za říjen až prosinec 2022 tak, aby nám je nezkracoval v tu dobu platný tzv. „energetický úsporný tarif“. Upravená meziroční míra inflace byla získána tak, že šestiprocentní „skok“ hodnoty indexu spotřebitelských cen mezi prosincem 2022 a letošním lednem byl lineárně rozložen do čtyř stejně velkých „schůdků“ překlenujících období od září 2022 do ledna 2023. Byly tedy vypočteny upravené hodnoty CPI za X., XI. a XII. 2022, čímž jsme odhadli skutečný tlak na

růst cen v ekonomice **bez ohledu na vládní kompenzační opatření**. Přepočtení je znovu podrobně popsáno v části „Použité definice a vysvětlení postupů“<sup>2)</sup>. Takto upravená data byla použita i pro výpočet převládající míry inflace.

**Upravená míra inflace se od té oficiální liší i pro letošní říjen, neboť jsme v souladu s předchozím odstavcem upravili základnu pro její výpočet**, tedy hodnotu CPI za X. 2022 (140,5 namísto 136,5 z tabulky 3). **Říjnová upravená míra inflace dosáhla 5,4 %** ( $148,1/140,5 - 1 = 1,0541 - 1 = 0,0541 = 5,4 \%$ ), **tedy oproti září dále poklesla** (obr. 8), **zatímco ta oficiálně komunikovaná** naopak kvůli zdeformované základně **vzrostla na 8,5 %**. Špatná zpráva pro ukotvení inflačních očekávání veřejnosti i firem!

### Současné úrokové sazby a jejich očekávaná cesta dolů ve světle převládající míry inflace

Vraťme se nyní s poznatkami o převládající míře inflace zpět k úrokovým sazbám z nově poskytnutých hypoték, které jsme komentovali na začátku textu. Jak je patrné z obrázku, dlužníci – příjemci nových hypotečních úvěrů jsou nyní nuceni platit výrazně kladné reálné úrokové sazby ve vztahu k převládající míře inflace – viz obr. 9:



Obr. 9: Úroková sazba nově poskytnutých hypotečních úvěrů v porovnání s převládající mírou inflace

Zdroj: ČSÚ, ČBA Hypomonitor – Česká bankovní asociace, vlastní výpočty

Porovnání trochu komplikuje fakt, že každá z veličin je vynesena na jiné ose, nicméně je zřejmé, že **dlužníci, kteří si smluvili nový hypoteční úvěr v letošním roce, budou bohužel nuceni platit v nejbližším období cca 3% reálné úroky**, pokud tedy převládající míru inflace považujeme za dobrý odhad nejbližší budoucnosti, co se tempa růstu cen týče. Zbytečné je asi také opakovat, že po dlouhou dobu platil spíše opak, tedy že reálné úrokové sazby z úvěrů na bydlení byly v České republice záporné.

Nicméně banky se při své úvěrové politice neřídí tím či oním měřítkem inflace, ale cenou zdrojů, za kterou se mohou na trhu financovat, a také úrokem, za který mohou své volné zdroje na úvěrovém trhu naopak umístit při stejné či nižší míře rizika. Tedy pro posouzení toho, zda a kdy půjdou úrokové sazby dolů, je důležitější výhled na úrokové sazby.

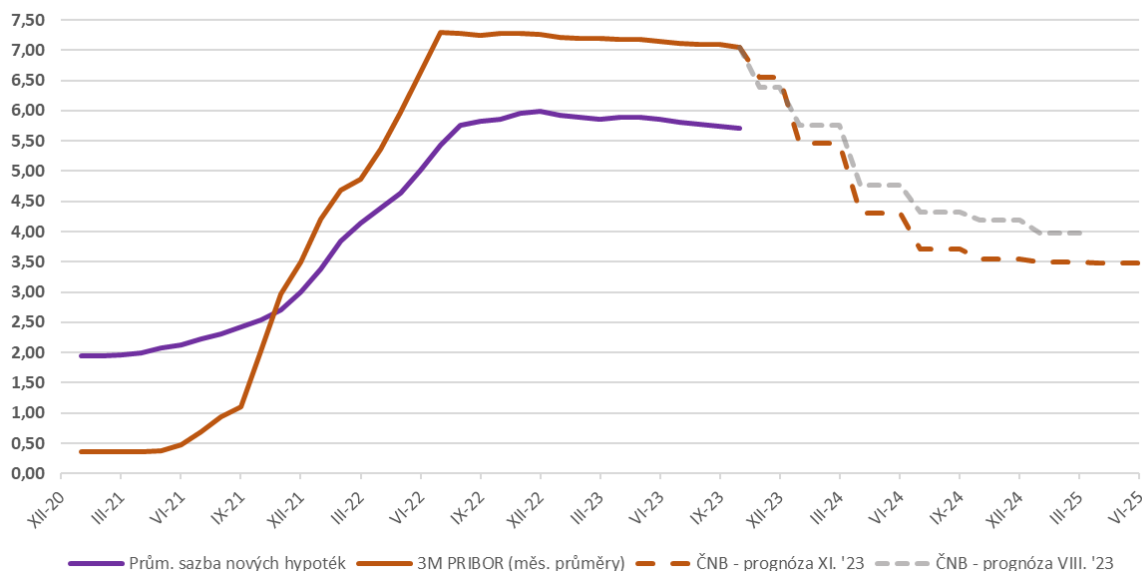
To ovšem neznamená, že by úroveň inflace byla naprosto nedůležitá, neboť jak víme či tušíme, funguje zde přenosový kanál (nebo chceme-li, příčinný řetězec) mezi mírou inflace a úrovní úrokových sazeb:

(očekávaná) míra inflace → základní sazba ČNB → úrokové sazby na finančním trhu → úrokové sazby z úvěrů

Jak už čtenáři našeho newsletteru vědí, první podmínka se pomalu naplňuje – **převládající míra inflace se už od května pohybuje kolem horní hranice cílového pásma ČNB (i. e. 3 %) a v lednu 2024 by do tohoto pásma měla „spadnout“ i „oficiální“ meziroční míra inflace**. Otázka ovšem je, kdy a jak rychle začne centrální banka snižovat úrokové sazby. Obávám se, že v tomto bude spíše opatrná – když už tedy po nástupu nového vedení nepokračovala v politice utahování

měnových podmínek nastolené předchozí bankovní radou, o to déle bude mít motivaci trvat na politice poměrně vysokých reálných úrokových sazeb, aby znovuzískala či neztratila kredibilitu, doplňme si každý sám.

Průměrná úroková sazba nových hypoték vs 3M PRIBOR (%) - skutečnost a prognózy ČNB



Obr. 10: Průměrná úroková sazba z nově poskytnutých hypotečních úvěrů vs. tříměsíční PRIBOR a jeho odhad dle prognóz ČNB (zdroj: ČBA Hypomonitor – Česká bankovní asociace; ČNB – „Zpráva o měnové politice – léto/podzim 2023“)

Dále je pak třeba mít na paměti i tzv. časovou strukturu úrokových sazeb – tedy fakt, že zatímco sazby na „krátkém konci“, tj. s krátkými splatnostmi, reagují na změnu základní úrokové sazby centrální bankou téměř okamžitě, u delších splatností, které se obvykle odvíjejí od výnosů středně – a dlouhodobých státních dluhopisů, bývá reakce pomalejší a do hry výrazněji vstupují dlouhodobější výhledy inflace a úrovně úrokových sazeb. Nicméně dlouhodobé sazby by měly do značné míry odpovídat průměru (geometrickému) očekávaných krátkodobých sazeb – a předpokládáme-li, že ČNB dosáhne v roce 2024 inflačního cíle a udrží jej i v dohledné budoucnosti, pak by se tato očekávání měla dříve či později projevit i u sazeb na „dlouhém konci“, které pak představují referenční úroveň pro úvěry se střednědobou a delší splatností/fixací.

Příklad: činí-li dnes jednoletý PRIBOR cca 6,70 %, pro X. 2024 čekáme úroveň 5,25 % a v X. 2025 předpokládáme, že se bude pohybovat okolo 4,45 %, pak náš současný odhad tříleté úrokové sazby činí:

$$((1 + 6,70\%) * (1 + 5,25\%) * (1 + 4,45\%))^{(1/3)} - 1 = (1,067 * 1,0525 * 1,0445)^{(1/3)} - 1 = 1,1730^{(1/3)} - 1 = 1,0546 - 1 = 5,46\%$$

Zřetěžením uvedených jednorozhodných sazeb tedy za 3 roky dospějeme k očekávanému kumulovanému zhodnocení cca 17,3 %. Jelikož nás však zajímá odpovídající sazba p. a., je zapotřebí z čísla 1,173 vypočítat třetí odmocninu. Očekávaná tříletá výpůjční úroková sazba pro subjekty s kreditní kvalitou české banky by se tedy pro naši sadu odhadů budoucích krátkodobých sazeb neměla příliš vzdalovat od 5,5 %.

### Očekávané nominální a reálné zhodnocení investičních akcií...

V létě, tedy v předchozím čísle newsletteru, jsme zde nadnesli otázku reálného zhodnocení vs. nominálního zhodnocení investičních akcií. **Reálný výnos investice** můžeme definovat jako **zhodnocení ve stálých cenách**, tj. **očištěné o vliv inflace**. Dosažený nebo očekávaný nominální výnos investice za dané období tedy přepočteme na výchozí úroveň cen, čímž získáme její reálné zhodnocení.

*Příklad: Očekáváme-li na konci roku meziroční inflaci cca 8 % (viz předposlední řádek tabulky 3 a související výklad) a o rok dříve, tedy koncem prosince 2022 jsme investovali do nástroje (kupř. dluhopisu) s ročním výnosem 9 %, pak na konci letošního roku dosáhneme reálného zhodnocení*

$$r = 1,09/1,08 - 1 = 1,0093 - 1 = 0,93 \%$$

*tedy zhruba 1 %, což je prostý rozdíl mezi nominálním výnosem a očekávanou mírou inflace za dané období.*

Tedy za 100 Kč investovaných v prosinci 2022 investor po roce obdrží 109 Kč; protože však cena zboží a služeb ve stejném období kvůli inflaci naroste ze 100 Kč na 108 Kč, investor si v prosinci 2023 za hodnotu investice pořídí jen  $109/108 = 1,0093$  jednotek stejného zboží a služeb, tedy o 0,9 % více než na počátku sledovaného období. Oněch 0,9 % tedy představuje reálný výnos jeho investice, který jsme získali tak, že jsme vlastně očekávanou hodnotu investice na konci období přepočítali na úroveň cen na jeho počátku. Jinými slovy jsme diskontovali očekávané zhodnocení očekávanou mírou inflace podle vztahu:

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

kde  $r$  představuje reálné zhodnocení.

Pokud naše modelové podmínky obrátíme, dospějeme samozřejmě k opačnému výsledku. Uvažujme nyní situaci, kdy investor vlastní instrument s ročním výnosem 10 %, avšak meziroční inflace v prosinci dosáhne nikoliv 8 %, ale 11,5 %. Ze sta investovaných korun tak investorovi hodnota investice do prosince 2023 naroste na 110 Kč, ovšem cena zboží a služeb, jež na počátku stály 100 Kč, stoupla za stejné období na 111,50 Kč. Investor si tedy na konci období za hodnotu investice pořídí pouze  $110/111,5 = 0,9865$  jednotek stejného zboží a služeb. Jeho reálné zhodnocení tedy dosáhlo  $0,9865 - 1 = -0,0135 = -1,35 \%$ , a to navzdory poměrně vysokému nominálnímu výnosu jeho investice.

Uvedené příklady ukazují, proč by investoři měli hledět především na reálné zhodnocení investice. **Abychom vyhodnotili, zda díky provedené investici reálně získáváme** (tj. zda si na konci období za hodnotu investice vč. dosaženého zhodnocení pořídíme více zboží a služeb než na jeho počátku), **poměříme výnos investice s mírou inflace. Jsme-li na počátku investičního období, pak poměříme očekávané zhodnocení investice s odhadovanou měrou inflace** za dané období, čímž dospějeme k očekávanému reálnému výnosu investice.

Pro období delší než jeden rok pak musíme vzít v úvahu očekávané zhodnocení za celou dobu trvání investice a porovnávat jej s kumulovanou očekávanou inflací za stejné období:

$$(1 + \text{kumulované nominál. zhodnocení}) / (1 + \text{kumulovaná očekávaná inflace}) = 1 + r', \quad (\text{vzorec 2}),$$

kde  $r'$  představuje kumulované reálné zhodnocení.

Jinými slovy **pro investory** (zejména pro ty investující do nástrojů s pevně definovaným výnosem) **je příznivější situace nízkých výnosů za předpokladu, že tyto převyšují očekávanou míru inflace, než vysoké nominální výnosy ve vysokoinflačním prostředí, tedy v situaci, kdy za očekávanou mírou inflace zaostávají, neboť v takovém případě si investor na konci investičního období za hodnotu investice (vč. zhodnocení) pořídí méně statků než na jeho počátku, čili kupní síla peněžní hodnoty jeho investice poklesne.**

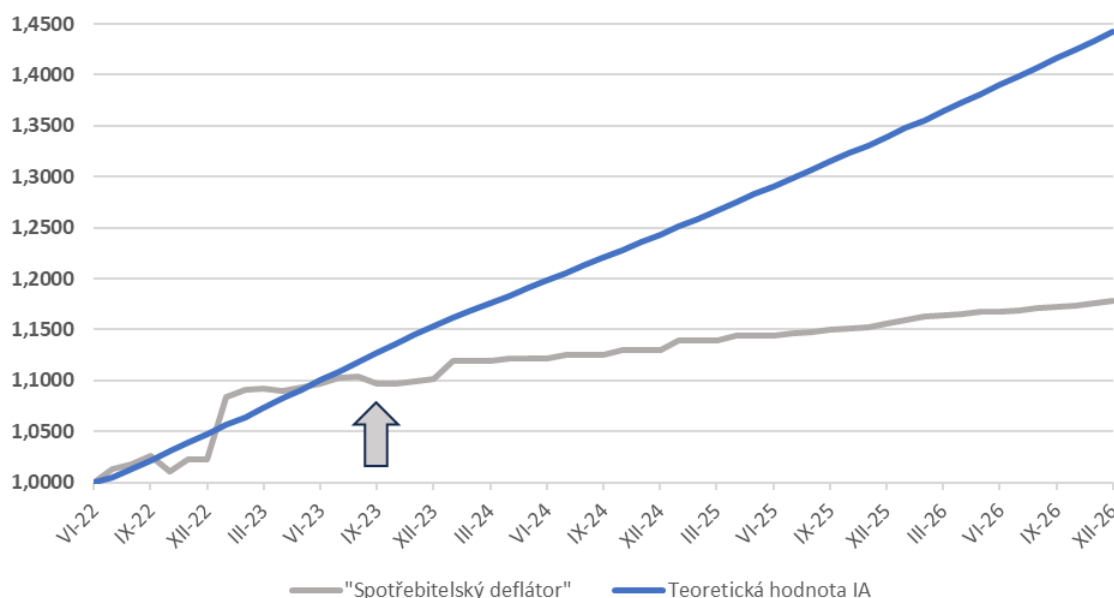
V srpnovém newsletteru jsme zde poměřovali skutečné i teoretické zhodnocení investičních akcií třídy A s kumulovanou inflací pro různé časové periody<sup>7)</sup>. Jelikož první upisovací období investičních akcií začalo v červenci 2022, **za referenční hodnotu, tedy počátek investice, k němuž jsme poměřovali dosažená (teoretická) zhodnocení i kumulovanou inflaci, jsme zvolili konec června 2022.** Veličinu  $(1 + \text{kumulovaná očekávaná inflace})$ , tedy jmenovatel zlomku ve vzorci 2, jsme si pro jednoduchost označili jako „spotřebitelský deflátor“<sup>3)</sup>. Hodnotu „spotřebitelského deflátoru“ ve zvoleném období pak jednoduše spočteme jako podíl hodnoty indexu spotřebitelských cen (CPI) v tomto období a hodnoty CPI v referenčním období, tedy v červnu 2022, která činila 135,0 (viz tabulku 3). Lze si to představit i tak, že hodnota CPI v daném měsíci nám udává cenu stejného zboží a služeb, které v červnu 2022 stálo 135 Kč.

Příklad: „spotřebitelský deflátor“ k srpnu 2023 = 149,1 (= CPI 8/2023) / 135 (= CPI 6/2022) = 1,1044; to značí, že kumulovaná inflace od června 2022 do srpna 2023 dosáhla hodnoty 10,4 %, neboť  $1,1044 - 1 = 0,1044 = 10,4 \%$ .

Čítatel zlomku ve vzorci 2 pak v našem případě vlastně představuje (teoretickou) hodnotu investiční akcie třídy A, neboť její hodnota v 1. upisovacím období činila 1 Kč a přičteme-li kumulativní zhodnocení od té doby dosažené, dospějeme k (teoretické) hodnotě investiční akcie k danému okamžiku v čase.

Vyneseme-li projektovanou hodnotu investiční akcie proti hodnotě „spotřebitelského deflátoru“ do grafu (obr. 11), názorně vidíme, ve kterých momentech zhodnocení investičních akcií překonávalo kumulovanou inflaci, tedy kdy investoři dosahovali kladného reálného zhodnocení. **Skokový nárůst inflace v lednu 2023** (znovu viz tab. 3, třetí řádek odspodu) **vedl k tomu, že reálné zhodnocení investičních akcií v prvních měsících roku bylo záporné** (v grafu oblast, kde se šedá čára nachází nad modrou). **Ovšem zpomalení tempa inflace v následujících měsících spolu se setrvalým růstem projektované hodnoty investiční akcie vedlo k poměrně rychlému obratu na počátku léta, kdy modrá čára zespodu proráží šedou, tj. reálné zhodnocení investičních akcií se překlápí zpět do kladných hodnot** – viz obr. 11:

Projekce teoretické hodnoty investiční akcie vs "spotřebitelský deflátor"



Obr. 11: Ukázka scénáře možného vývoje teoretické zajištěné hodnoty investiční akcie třídy A, jak je definována ve statutu, proti kumulované inflaci za období počínaje 30/6/2022. Šipka upozorňuje na pokles „deflátoru“ v září.

Připomeňme ještě, jak se určí **hodnota investiční akcie**. Ta je dána cenou spočtenou ke konci předchozího období a **dosaženým zhodnocením v daném roce**. Pro dosažené zhodnocení pak platí, že se až do konce roku 2026 bude odvíjet od úrokových sazeb na mezibankovním trhu (1denní PRIBOR) a **vypočte se jako tzv. „zajištěné zhodnocení investiční akcie“ definované v ustanovení odst. 10.3 písmena a) statutu fondu podle vzorce:**

průměrný 1D PRIBOR + 3,25 % p. a., přičemž pro zajištěné zhodnocení platí dolní (7,7 %) a horní (10,7 %) mez.

Známe-li tedy hodnotu investiční akcie třídy A ke konci roku 2022 (1,0471 Kč, viz úvodní stranu newsletteru) i vzorec pro výpočet zajištěného zhodnocení, pak za předpokladu, že dokážeme s rozumnou mírou pravděpodobnosti odhadnout budoucí úroveň úrokových sazeb, můžeme se pustit do projekcí teoretické hodnoty investiční akcie. **O teoretické hodnotě hovoříme proto, že kurz investiční akcie se dle statutu stanovuje pouze jednou ročně vždy ke konci období**, tedy grafem projektovaných hodnot by vlastně měla být řada bodů vždy ke 31/12 příslušného roku. **My však pro větší názornost používáme spojité grafy, tzn. počítáme i teoretické hodnoty v mezidobí** podle předchozího vzorce a pravidla, že zhodnocení v průběhu roku narůstá rovnoměrně s ubíhajícím časem, viz následující odstavce.

**Projektované zhodnocení investiční akcie** za zvolené období je tedy dáno skutečným zhodnocením za tu část období, které již uběhlo a za něž byl spočten kurz investiční akcie třídy A, a teoretickým zhodnocením za zbylou část daného období. Teoretické zhodnocení investiční akcie pak vychází, jak už bylo řečeno, z definice „zajištěného zhodnocení investiční akcie“, jak je popsáno ve statutu a které odkazuje na vzorec 1D PRIBOR + 3,25 % p. a. Pro období kratší než 1 rok se pak pro výpočet teoretického zhodnocení bere poměrná část roku, tedy dosažené zhodnocení je rovno součinu:

$(\text{průměrný } 1D \text{ PRIBOR} + 3,25 \%) * (D/365)$ , kde  $D$  představuje počet dní, které uběhly od začátku roku.

Budoucí hodnoty 1D PRIBOR pak odhadujeme na základě prognóz zveřejňovaných ČNB<sup>4)</sup> – srov. tabulku 2.

### *...aneb „Jak si naši investoři užili babí léto?“*

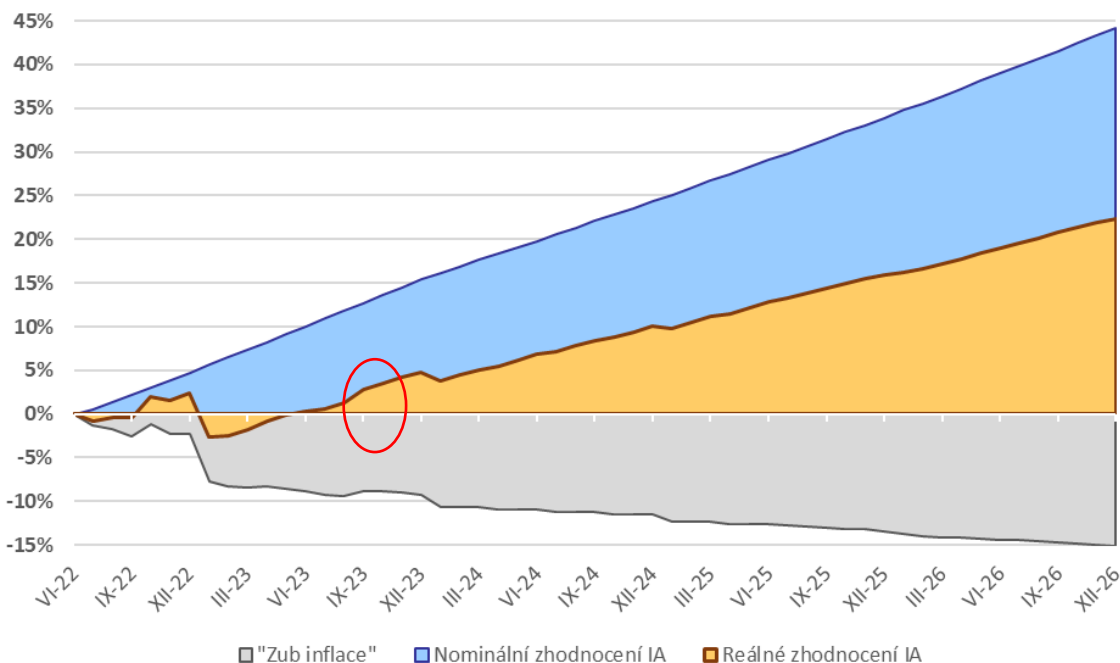
**V srpnu** (tedy ještě před zveřejněním údaje o srpnové inflaci) **jsme zde investorům naznačili, že v tomto letním měsíci dosáhnou reálného kumulovaného zhodnocení cca 1,1 %**. Připomeňme, že kumulované zhodnocení vztahujeme k červnu 2022, tedy k měsíci bezprostředně předcházejícímu první upisovacímu období. A jaká tedy byla skutečnost? **Po zveřejnění inflačních čísel za srpen a září můžeme říci, že se náš předpoklad se naplnil, září díky nečekaně silnému meziměsíčnímu poklesu CPI pak dokonce očekávání výrazně předčilo – reálné zhodnocení investičních akcií v srpnu vystoupalo na 1,3 % a v září dokonce poskočilo až na 2,8 %**. Lví podíl na tom má samozřejmě zmiňované zářijové inflační překvapení, které srazilo hodnotu „deflátoru“, takže čáry na obr. 11 se od sebe prudce oddálily (datový bod označený šipkou). Možná ještě lépe je tento „zářijový efekt“ vidět na následujícím obr. 12, kde okraj zlaté plochy znázorňující reálné zhodnocení mezi srpnem a zářím rosti daleko strměji, než bylo zvykem v předchozím období.

Zároveň platí, že **na základě dosavadního vývoje jsme oproti létu upravili odhad letošního průměrného 1D PRIBOR a tedy i očekávaného zajištěného zhodnocení směrem nahoru**. Zatímco v létě jsme v zájmu opatrnosti ještě vycházeli z tehdejší prognózy ČNB, jež počítala se započítáním snížení úrokových sazeb už od 3. čtvrtletí, skutečnost je taková, že 14denní repo sazba zůstává na 7 % i po listopadovém zasedání bankovní rady ČNB. **Pro zbytek roku jsme tedy „zahodili“ stávající projekce ČNB a až do konce listopadu počítáme se setrváním 1D PRIBOR na dosavadní úrovni, tedy 7 % p. a.** Abychom zůstali trochu konzervativní, **pro prosinec pak počítáme se snížením základní sazby a následně poklesem 1D PRIBOR o 50 bazických bodů**, tj. na 6,50 % (i když autor tohoto textu se domnívá, že ani v prosinci ke snížení sazeb nakonec nedojde). **To posouvá náš odhad průměrného 1D PRIBOR za rok 2023 na 6,96 % p. a.** oproti dosavadním 6,58 %, tedy o 38 bazických bodů, **což nově implikuje „zajištěné zhodnocení“ dle statutu na úrovni 10,21 %** namísto předchozího odhadu 9,83 %<sup>4)</sup>. Modrá čára na obr. 11 i okraj modré plochy na obr. 12 tedy v úseku do 31/12/2023 rostou o něco strměji než na obdobných obrázcích v srpnovém zpravodaji. **Naplní-li se navíc naše odhady ohledně inflace ve zbylých dvou měsících roku, potažmo hodnoty „spotřebitelského deflátoru“, tak odvíjející se od nové sady předpokladů<sup>4)</sup> by v prosinci investiční akcie mohly investorům přinést reálné kumulativní zhodnocení až 4,8 % (obr. 12).**

Jak si tedy investoři do investičních akcií 3M FUND MSI užili babí léto? To samozřejmě nevíme, ovšem pevně věříme, že převládající téměř letní počasí a k tomu vývoj ekonomických ukazatelů vyústivší v to, že očekávané reálné zhodnocení investičních akcií se, doufejme, pevně usídlilo v kladných hodnotách, byly faktory, jež přispěly k jejich pocitu štěstí.

Obrázek 12 pak prázdninové překlopení se reálného zhodnocení investičních akcií do kladných hodnot ukazuje ještě názorněji. Rudá elipsa pak upozorňuje na akceleraci zhodnocení během září díky příjemnému „inflačnímu překvapení“ a tedy i poklesu „spotřebitelského deflátoru“, který je na tomto obrázku představován svou převrácenou hodnotou, tedy „zubem inflace“:

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



Obr. 12: Ukázka možného vývoje kumulativního zajištěného zhodnocení investiční akcie třídy A, jak je definováno ve statutu, kumulativního reálného zhodnocení a kumulované ztráty vnitřní kupní síly české koruny za období od 30/6/2022 do 31/12/2026. Elipsou zvýrazněno zrychlení reálného zhodnocování díky zářijovému „inflačnímu překvapení“.

Připomeňme, že **veličina nazvaná pro názornost „zub inflace“** zde vyjadřuje kumulovanou ztrátu vnitřní kupní síly české koruny k danému datu; **představuje to, o kolik více či méně (stejněho) zboží a služeb si je spotřebitel schopen pořídit v daném 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. Tedy čím vyšší je inflace, tím více zub inflace „užirá“ z domácí kupní síly českého spotřebitele<sup>6)</sup>. Zde je rovněž velmi dobře patrné, jak už jsme uvedli i v předchozím čísle newsletteru, že si zub inflace „uhryzl“ jednorázově zdaleka nejvíce letos v lednu, čímž strhl dosavadní kladné reálné zhodnocení výrazně do záporných hodnot. Na to, aby teoretické zhodnocení investičních akcií tento propad „odpracovalo“, fond potřeboval celý zbytek prvního pololetí. Naopak **v září díky meziměsíčnímu poklesu inflace** došlo ke zřídka k tomu, kdy **„zub inflace“ spotřebitelům část kupní síly vrátil, neboť ze srpnových -9,5 % ustoupil zpět na -8,8 %**. Interpretace tohoto jevu je taková, že během letošního září si spotřebitelé za stejnou sumu peněz mohli koupit „pouze“ o 8,8 % zboží a služeb méně než v červnu 2022, přičemž v srpnu to bylo ještě o 9,5 % méně.

Doplňme ještě krátce předpoklady, z nichž vycházejí projekce teoretické hodnoty investiční akcie a reálného kumulativního zhodnocení do r. 2026 na obrázcích 11 a 12. Jak už jsme uvedli o několik odstavců dříve, pro letošek odhadujeme zajištěné zhodnocení cca 10,2 %. Vycházejíce z Českou národní bankou předpovídaných úrovní úrokových sazeb pak pro roky 2024 – 2026 dospějeme k zajištěnému zhodnocení na úrovni „floor“, tedy 7,7 % p. a.<sup>4)</sup> – rozumně konzervativní předpoklad. Obdobně u inflace předpokládáme naplnění prognózy ČNB v roce 2024 a dodržení inflačního cíle v letech následujících, konkrétně tedy v roce 2024: 2,5 %; 2025: 2,3 % a 2026: 2,0 %. Jedná se vždy o meziroční míru inflace k prosinci daného roku. Takovýto scénář potom vede k hodnotě investiční akcie tř. A ke 31/12/2026 cca 1,4419 Kč a kumulativnímu reálnému zhodnocení 22,3 % za dobu od konce 1. upisovacího období do konce roku 2026<sup>5)</sup>.

### *Opatrný pohled do budoucna – rok 2024 ve znamení „znovuukotvení“ inflačních očekávání?*

Co tedy čekat dál? Propuknutí bojů mezi Izraelem a hnutím Hamás a pokračující konflikt na Ukrajině nám připomínají, že žijeme ve světě plném nejistot – mnohem více rozervaném a rozkolísaném, než bychom si ještě před čtyřmi lety dokázali



představit. Co se ekonomického výhledu týče, ten je přese všecko poněkud lepší, než tomu bylo na počátku loňského roku a nebo, pochopitelně, na jaře 2022.

Hlavní světové centrální banky (ECB, americký Fed) jsou podle všeho na konci či blízko konce cyklu zvyšování úrokových sazeb. Nyní podle mne nastane nejspíše prodloužená „fáze vyčkávání“, tzn. vyhodnocování toho, zda dosavadní měnově politická opatření dostatečně zpomalila inflaci, a hlavně udržela pod kontrolou inflační očekávání spotřebitelů i firem, tj. zda tlaky na růst cen/mezd/základních vstupů zůstanou v souladu inflačními cíli centrálních bank. Z tohoto důvodu bude fáze vyčkávání nejspíše trvat o řadu měsíců déle, než by přísně vzato „bylo nutné“, tzn. i když inflace v americkém hospodářství, eurozóně a dalších významných světových ekonomikách poklesne do cílových pásem centrálních bank, ty budou ještě řadu měsíců udržovat poměrně vysoké reálné úrokové sazby, aby tlumily spotřebitelskou i investiční poptávku a firmy tak „přešla chuť“ zdražovat tempem běžným v letech 2021/2022 či počátkem letoška a následně aby mzdová vyjednávání vedla pouze k uměřenému růstu platů a mezd.

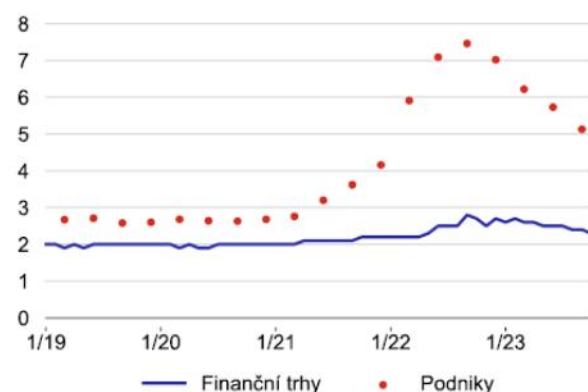
To bude jistě platit i o ČNB, která ostatně v tomto smyslu veřejnost ústy guvernéra Michla varovala na tiskové konferenci po listopadovém zasedání bankovní rady. **Přestože se tedy, jak naši čtenáři vědí, převládající míra inflace již od května pohybuje na úrovni okolo či pod 3 % (tj. horní hranicí tolerančního pásma ČNB), obávám se, že veřejnost je pořád mentálně nastavena na úroveň kolem zveřejňovaných meziročních hodnot, tedy 8 – 9 %,** jež nadto stále převyšují základní sazbu ČNB. A jak již víme, inflační číslo za říjen bude navíc díky vlivu srovnávací základny citelně vyšší než zářijový údaj – nejspíše někde kolem 8,5 %, pohledme na tabulku 3 a související komentář.

Osobitě **pro Českou republiku pak autor vnímá jako významné riziko zneužití tohoto mentálního nastavení ze strany domácích obchodníků, zejména hráčů vládnoucích významnou tržní silou. Tedy toho, že se tito hráči dopustí opakování lednového „oligopolního běsnění“ – výrobci a obchodníci se budou snažit veřejnosti „prodat“ báchorky o neúnosně rostoucích nákladech kvůli znovuzavedené platbě za obnovitelné zdroje energií/slabší koruně/mzdovým požadavkům bez ohledu na to, nakolik vzrostly jejich marže v uplynulých inflačních letech, a ospravedlnit tak další zdražování. Jinými slovy že se pokusí – byť, věřme, s mnohem menším úspěchem – o zopakování lednového „cenového skoku“, jak jsme o něm psali v předchozím i tomto newsletteru, viz znovu tabulku 3. K tomu jen přidejme poslední obrázek tohoto vydání, který ukazuje, jak moc jsou inflační očekávání firem pro příští tři roky stále ještě odtržena od očekávání finančního trhu:**

Graf IV.11

#### Inflační očekávání v tříletém horizontu u nefinančních podniků dále klesla, stále však zůstávají vysoko nad 2% cílem

vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, v %



Obr. 13: Nesoulad inflačních očekávání představitelů firem a hráčů na finančním trhu  
 Zdroj: ČNB – „Zpráva o měnové politice – podzim 2023“

Domácí ekonomika pak v souladu s prognózou ČNB v příštím roce poroste takovým tempem, jaké jí dovolí poptávka ze strany našich zahraničních partnerů (= Německa/eurozóny), nižší reálné mzdy a napjatý trh práce. A samozřejmě také přetrvávající vysoké reálné úrokové sazby – tedy poroste nejspíše pomaleji, než činila očekávání ještě v létě; trošku optimističtější oproti prognóze centrální banky bych však sázel spíše na horní polovinu rozmezí 1 – 2 %.

Jelikož toto je poslední letošní vydání newsletteru, přejeme našim investorům spokojené prožití vánočních svátků, úspěšné vykročení do nového roku a ať se spotřebitelské i průmyslové ceny v lednu vyvarují loňského a letošního „cenového skoku“!

Jiří Lengál

Investiční manažer

IFMS Advisory s.r.o.

### Použité definice a vysvětlení postupů:

1) **Převládající míra inflace** (též „tříměsíční anualizovaná míra inflace“) byla vyčíslena následovně:

- Výchozí hodnoty indexu spotřebitelských cen (též označovaného „CPI“ – „Consumer Price Index“) z tabulky 3 byly předně upraveny o „úsporný tarif“ tak, že ohromný „schod“ mezi prosincem 2022 a lednem 2023 byl rozložen mezi 4 stejně velké nárůsty za říjen 2022 až leden 2023, což je podrobněji popsáno v definici „meziroční upravené míry inflace“ v následujícím bodě 2);
- Převládající míra inflace byla spočtena jako průměr hodnot indexu spotřebitelských cen (upravených dle předchozího odstavce) za poslední tři měsíce oproti průměru za předchozí 3 měsíce a výsledná hodnota byla převedena na roční hodnotu – anualizována (= umocněna na čtvrtou); v podstatě tak sledujeme čtvrtletní růst cen za poslední 3 měsíce, který následně „roztáhneme“ na roční růst;
- Výhodou je, že zkrácením vyhodnocovaného období lépe postihneme momentálně převládající tlaky v ekonomice (ovšem zase v důsledku anualizace zesílíme jednorázové tříměsíční výkyvy).

**Příklad:** Tříměsíční průměrný růst cen v září 2023 = průměr (148,0; 149,1; 148,8 – CPI za září, srpen, červenec 2023) / průměr (148,1; 147,6; 147,2 – tj. hodnoty CPI za červen, květen a duben 2023) – 1 = 1,00677 – 1 = 0,00677 = 0,68 %. Tuto tříměsíční změnu je ještě třeba převést na celoroční údaj, tj. anualizovat:  $1,00677^4 - 1 = 0,02737 = 2,7\%$ . Tříměsíční anualizovaná míra inflace za září 2023 tedy činila 2,7 %.

2) **Upravená meziroční míra inflace** – meziroční změna indexu spotřebitelských cen upravená o „energetický úsporný tarif“ platný od října do prosince 2022. Úprava spočívá v tom, že hodnoty indexu spotřebitelských cen (CPI) za říjen až prosinec 2022 v tabulce 3, jež díky „úspornému tarifu“ nerostly, byly nahrazeny hodnotami odpovídajícími lineárnímu růstu indexu za toto období, tj. namísto „tabulkových“ hodnot CPI počítáme za uvedené měsíce s upravenými údaji 140,5 – 142,5 – 144,4. Tato úprava lépe vystihuje skutečný růst cen v ekonomice tím, že cenový „skok“ mezi prosincem 2022 a lednem 2023, jak plyne z oficiálních dat, rozkládá do uvedených tří měsíců.

**Příklad:** Meziroční upravená míra inflace za listopad 2022 = 142,5 (upravená hodnota CPI) / 118,8 (CPI za listopad 2021 z tabulky 1) – 1 = 1,199 – 1 = 0,199 = 19,9 %. Oficiální meziroční míra inflace za tento měsíc přitom činila 16,2 % (= 138,1 / 118,8 – 1).

3) **Spotřebitelský deflátor.** Deflátorem se přesně vzato nazývá koeficient sloužící k přepočtu nominálního HDP na reálný, tj. podíl HDP vyjádřeného v běžných a ve stálých cenách. Vydělíme-li HDP v běžných cenách (= nominální HDP) deflátorem, dostaneme reálný HDP. „Pravý“ deflátor tedy postihuje všechny ceny zboží a služeb konečné spotřeby v ekonomice, nejen ty zařazené do spotřebního koše a sloužící k vyjádření indexu spotřebitelských cen. Proto v textu zmiňovaný „spotřebitelský deflátor“ uvádím v uvozovkách.

4) **Teoretické zhodnocení investiční akcie a projekce zajištěné hodnoty** – vychází ze statutu, kde je v odst. 10.3 písmenu a) definováno jako 1D PRIBOR + 3,25 % p. a., kde 1D PRIBOR znamená jednodenní výpůjční sazbu na českém mezibankovním trhu. Pro zajištěné zhodnocení dále platí minimální hodnota (7,7 % - „floor“) a maximální hodnota (10,7 % - „cap“). Zajištěné zhodnocení je garantováno do 31/12/2026, a to vždy ke dni ocenění, což je 31/12 příslušného roku. Technicky tedy o „zajištěné hodnotě“ můžeme hovořit pouze ve čtyřech časových bodech, což jsou konce let 2023 – 2026. Proto o dopočtených hodnotách v mezidobí hovoříme jako o „teoretické hodnotě“.

Pro výpočet očekávaného zhodnocení v roce 2023 byl postup následující: jelikož ani v listopadu ČNB nepřikročila ke snížení úrokových sazeb, tak pro prvních 11 měsíců roku počítáme s dosavadní hodnotou 1D PRIBOR, tedy 7,00 % p. a.;

v prosinci, abychom zůstali konzervativní, připouštíme možnost snížení sazeb o 50 bazických bodů, tedy na 6,50 %. Vážený průměr těchto hodnot pak dává  $(11 \cdot 7,0 \% + 6,5 \%) / 12 = 6,96 \%$  p. a. Dále tuto hodnotu navýšíme o marži 3,25 % dle předchozího odstavce, což nám dá zmiňovaných 10,21 %.

Očekávané zhodnocení v roce 2024 pak vychází z projekce 3M PRIBOR v tabulce 2 a průměrného „spreadu“ mezi tříměsíčním a jednodenním PRIBOR v letošním roce, který ke 31/10/2023 činil 15 bazických bodů, tedy 0,15 %. Prostý průměr ČNB odhadovaných hodnot 3M PRIBOR je roven:

Průměr (5,46 %; 4,30 %; 3,71 %; 3,54 %) = 4,25 %.

Snížíme-li tuto hodnotu o 0,15 %, získáme odhad průměrného 1D PRIBOR, tedy 4,10 %. Navýšením o marži 3,25 % dospějeme k hodnotě „zajištěného zhodnocení“ 7,35 % p. a., což by ovšem bylo méně než zajištěná dolní mez („floor“) ve výši 7,70 %. Pro rok 2024 tedy uvažujeme se zajištěným zhodnocením na úrovni „floor“, tj. 7,7 %. A jelikož dle projekce ČNB má PRIBOR v roce 2025 spolu s inflací dále klesat, počítáme se zajištěným zhodnocením 7,7 % až do konce sledovaného období, tedy do 31/12/2026.

Co se týče výpočtu **projektovaných hodnot „spotřebitelského deflátoru“**, pro zbytek roku 2023 bereme za základ naše vlastní odhady CPI z tabulky 3 označené (\*). Odhady pro následující období opět vycházejí z prognózy ČNB, jak je zachycena v tabulce 2. Od ledna 2024 byly tedy dopočteny projektované hodnoty indexu spotřebitelských cen tak, aby těmto průměrným hodnotám odpovídaly. Prosincové meziroční změny CPI na základě takto dopočtených hodnot tak činí pro rok 2024: 2,5 %; 2025: 2,3 % a 2026: 2,0 %.

**5) Projektovaná zajištěná hodnota investiční akcie ke 31/12/2026** za naplnění předpokladů v předchozím bodě činí 1,4419 Kč; jelikož upisovací hodnota akcie v červenci 2022 byla 1 Kč, projektované kumulované nominální zhodnocení investiční akcie od úpisu činí 44,2 %.

Projektovaná hodnota „spotřebitelského deflátoru“ ke stejnému datu: 1,179 – tj. projektovaná kumulovaná míra inflace od června 2022 dosáhne 17,9 %. To se může jevit jako optimistická projekce, nicméně je v souladu s poslední Zprávou o měnové politice ČNB, předpokládající návrat inflace do jejího cílového pásma už ve Q1 2024 (viz tabulku 2). Pokud tedy ČNB nerezignuje na protiinflační politiku, případná vyšší míra inflace by měla být doprovázena také vyšší úrovní úrokových sazeb, což zase posune výše výpočet zajištěného zhodnocení investičních akcií podle statutu. Tyto dva efekty by tedy měly do značné míry působit proti sobě.

Projektované kumulované reálné zhodnocení investičních akcií:  $1,4419/1,179 - 1 = 1,2233 - 1 = 0,2233 = 22,3 \%$ .

**6) „Zub inflace“ – příklad:** k prosinci bude odhadovaný „deflátor“ roven tomuto zlomku:  $148,7$  (odhadovaný CPI za prosinec 2023) /  $135$  (CPI v červnu 2022) =  $1,10148$ ; tzn. odhadovaná kumulativní inflace za toto období dosáhne cca 10,1 %. „Zub inflace“, tj. míra ztráty vnitřní kupní síly české koruny pak bude činit  $135/148,7 - 1 = 0,9079 - 1 = -0,0921 = -9,2 \%$ .

Pro obě veličiny by mělo platit, že „deflátor“ \*  $(1 + „zub inflace“)$  = 1, tzn. kumulativní nárůst cen činí 10,1 %, za stejné zboží/služby tedy spotřebitel zaplatí 1,10148 Kč oproti 1 Kč ve výchozím období. Koruna však ve stejném období ztratila 9,2 % své kupní síly, tzn. místo jedné jednotky zboží/služby si spotřebitel může dopřát pouze  $(1 - 0,0921) = 0,9079$  jednotek. Pak tedy platí  $1,10148 * 0,9079 = 1,0000$  Kč, tedy součin je roven hodnotě jedné vydané koruny.

7) Odkaz na srpnový newsletter: [https://3mfund.cz/data/files/3MF\\_Newsletter\\_2023\\_08\\_final.pdf](https://3mfund.cz/data/files/3MF_Newsletter_2023_08_final.pdf)

### *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 – „Zpráva o měnové politice – podzim 2023“:

<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-menove-politice/Zprava-o-menove-politice-podzim-2023/>

### *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.*