3M FUND MSI SICAV a.s.

Newsletter srpen 2023

Vážení investoři,

přinášíme vám první vydání „newsletteru“, tedy informačního dokumentu, který bude ve více či méně pravidelných intervalech komentovat dění ve fondu, ať už co se týká projektů zařazených do portfolia, změn prováděných v portfoliu či širších ekonomických souvislostí, o nichž se domníváme, že mohou být pro naše investory relevantní a zajímavé.

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 akcionáři třídy Z z titulu nevydaných akcií *	120 000 000,00	
Kurz investiční akcie třídy A:	**1,0471**	
Kurz investiční akcie třídy Z:	0,1407	

** 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 akcionáři 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.*

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 zatím ukazuje, že dosavadní vývoj sazby 1D PRIBOR směřuje k zajištěnému zhodnocení 10,25 % p. a., neboť referenční sazba se od začátku roku drží na úrovni základní sazby (2W repo) České národní banky, tedy na 7 %. Tato hodnota se změní, přikročí-li ČNB ve zbytku roku ke snížení úrokových sazeb. 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.

3M FUND MSI SICAV a.s.
Sokolovská 694/100a
186 00 Praha 8 – Karlín

Kontakt: Petr Malík
malikpetr@ms-invest.cz
+420 606 856 278, www.3mfund.cz

CODYA investiční společnost, a.s.
info@codyainvest.cz
+420 739 299 343

Vývoj 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 2022 probíhaly na pozemku demolice, které byly dokončeny v dubnu tohoto roku. V květnu byla zahájena výstavba; v lokalitě probíhá archeologický průzkum a v souběhu jsou prováděny zemní práce na zajištění stavební jámy. Pod úroveň terénu byla zapuštěna tzv. „milánská stěna“, jež brání zhroucení okrajů stavební jámy a umožňuje tak práci na podzemních podlažích budov.

Vizualizace projektu „Centrum Hostivice“

OC Ivanovice

Koncem dubna došlo k nabytí právní moci posledního stavebního povolení celkem ze čtyř. Zbývá dokončit směnu pozemků s městem, čímž budou předpoklady pro zahájení stavby vyřešeny majetkově i z pohledu povolení. Směnu dotčených pozemků očekáváme v září.

Hrubé terénní úpravy byly dokončeny, což nebyl snadný úkol – práce zahrnovaly přemístění více než 100 tis. m^3 zeminy. Byly dokončeny rovněž přeložky vedení velmi vysokého napětí (VVN) i plynového potrubí.

Projekt zahrnuje 3 stavby: retailové prostory, komerční prostor „Pivovarský dům“ a rodinné domy.

Projekt „OC Ivanovice“: průběh terénních prací

3M FUND MSI SICAV a.s.
Sokolovská 694/100a
186 00 Praha 8 – Karlín

Kontakt: Petr Malík
malikpetr@ms-invest.cz
+420 606 856 278, www.3mfund.cz

CODYA investiční společnost, a.s.
info@codyainvest.cz
+420 739 299 343

Palác Trnitá

Loni byla zkolaudována I. etapa projektu „Palác Trnitá“. V současnosti probíhá dokončování nedodělků, dochází k předávání jednotlivých 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 nedávno přestěhovalo i brněnské sídlo MS-INVEST a.s., jež je ústřední a servisní společností celé skupiny MSI. Zároveň probíhá výstavba II. etapy projektu s odhadovaným dokončením na přelomu let 2023/2024.

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, zahájení výstavby se očekává v průběhu září 2023.

Vizualizace projektu „Výhledy Řeporyje“, Praha – Řeporyje

3M FUND MSI SICAV a.s.
Sokolovská 694/100a
186 00 Praha 8 – Karlín

Kontakt: Petr Malík
malikpetr@ms-invest.cz
+420 606 856 278, www.3mfund.cz

CODYA investiční společnost, a.s.
info@codyainvest.cz
+420 739 299 343

Zamyšlení se nad inflací aneb „Proč by si naši investoři měli také užít léto?“

Inflace a způsoby, jak ji zkrotit, ovládají veřejnou ekonomickou debatu už řadu měsíců. Očekávaná míra inflace je zároveň důležitou součástí investičního rozhodování jak domácností/individuálních investorů, tak i firem. Citlivost investice na budoucí míru inflace se tak přidává ke třem základním faktorům, jež by měl každý investor zvažovat (výnos, riziko, likvidita) – inflace totiž úzce souvisí s prvními dvěma.

Shrnutí:

- V červnu se meziroční míra inflace po dlouhé době dostala pod 10 % a červencová čísla klesající trend dále potvrdila.
- Pozorovaná míra inflace ovšem závisí krom jiného na délce období, za něž inflaci měříme. Zatímco vnímání veřejnosti je, že míra inflace stále dosahuje téměř dvouciferných hodnot, ukážeme, že „převládající míra inflace“ v ekonomice, kterou získáme zúžením „pozorovacího okna“, tedy zkrácením období, za něž inflaci měříme, se ve skutečnosti už několik měsíců pohybuje na výrazně nižších úrovních, a to okolo 3 %.
- V této souvislosti také poukážeme na nerovnoměrné rozložení růstu cen v rámci kalendářního roku a na efekty, které měla vládní opatření z konce roku 2022 na vykazované hodnoty inflace. Zavedením upravené míry inflace budeme demonstrovat, jak tzv. „energetický úsporný tarif“ zakryl fakt, že skutečná síla inflačních tlaků v ekonomice v prosinci 2022 odpovídala meziroční inflaci 21 % namísto oficiálně zveřejněných 15,8 %.
- Vysvětlíme rozdíl mezi historickou a očekávanou inflací a význam druhé zmiňované pro investiční rozhodování. Ukážeme, jaký vliv má jak dosažená, tak očekávaná inflace na reálné (tedy o inflaci očištěné) zhodnocování investičních akcií fondu.
- Graficky znázorníme, jaký vliv na reálné zhodnocení měl lednový „cenový skok“ a ukážeme, jak právě v letních měsících kumulované teoretické zhodnocení akcií za dobu od prvního upisovacího období překonává kumulovanou inflaci, tedy jak se reálné zhodnocení pro investory opět překlápí do kladných hodnot.
- Nabídneme také pohled na možný scénář dalšího vývoje ceny investiční akcie, kumulované inflace a reálného zhodnocení investičních akcií do konce roku 2026 za použití pravidel stanovených ve statutu, naplní-li se odhady ČNB z její květnové prognózy pro léta 2023 – 2024 a bude-li centrální banka ve zbylých dvou letech dosahovat svého současného inflačního cíle.

Škodlivá na deset způsobů

Škodlivost inflace je nabíledni, neočekávané výkyvy v míře inflace vždy znamenají přerozdělování bohatství, což obvykle s sebou nese reálné chudnutí obyvatelstva. V případě ropných krizí v 70. letech tedy zvýšená inflace znamenala přesun bohatství od zemí dovážejících ropu k jejím exportérům prostřednictvím růstu cen a následného poklesu reálných mezd v první skupině zemí; podobné situaci čelíme v ČR i v současnosti, i když příčin všeobecného růstu cen je v tomto případě více. Obecně však platí, že neočekávaná inflace znamená přesun bohatství:

(a) od subjektů, jež nejsou schopny skrze vyšší ceny výstupů plně přesunout zvýšené náklady na své zákazníky, a to směrem k těm, které schopnost určovat ceny mají;
(b) od věřitelů (investorů do pevně úročených aktiv) k dlužníkům (nositelům pevně úročených závazků), neboť inflace snižuje reálnou hodnotu dluhu, tj. reálnou hodnotu plnění vyplaceného při splatnosti dluhu věřitelům.

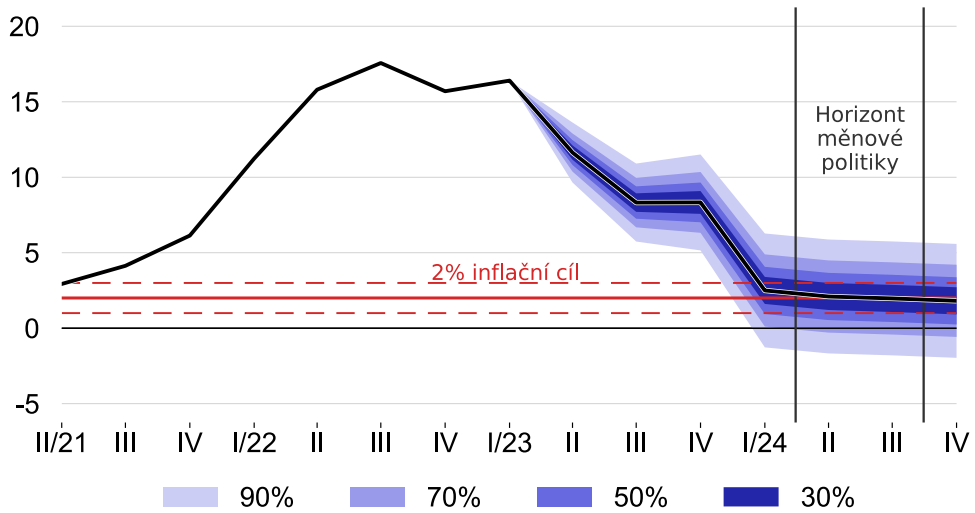
Dalším škodlivým efektem inflace je pak „ztráta hodnoty informací“ a růst míry nejistoty v ekonomice. Za první zmíněný jev bývá označován fakt, že firmy v reakci na nečekaný nárůst inflace bývají nuceny přehodnocovat své výrobní a zejména investiční plány – nejistota ohledně budoucích cen a nákladů je nutí tyto plány revidovat a obvykle má za následek odkládání plánovaných investic do doby, než se situace uklidní. Stejně tak domácnosti inklinují k odložení nákupů „velkých položek“ (= zboží dlouhodobé spotřeby), o výdajích citlivých na úrokovou míru ani nemluvě (dluhové financování bydlení, půjčky na pořízení automobilů,…). Důsledkem tedy bývá pokles jak investic, tak i spotřeby a potažmo HDP.

Neočekávaná inflace ovšem mívá nejen své poražené (jichž bývá drtivá většina), ale i vítěze – a jedním z jasných vítězů bývá obvykle stát jakožto největší dlužník v ekonomice, a to díky dluhopisům emitovaným na pokrytí státního dluhu. Výhodná pozice státu plyne z faktu, že i když zvýšená míra inflace s sebou obvykle nese (tedy pokud zrovna nejsme Turecko) vyšší úrokové sazby a tedy náklady na obsluhu dluhu rostou (úrokový výnos nově vydávaných dluhopisů je

oproti minulosti vyšší), zároveň platí, že hodnota už existujícího dluhu reálně klesá, neboť stát jej bude splácet v inflací znehodnocené měně (neboť jeho daňové příjmy díky inflaci narostly).

Česká ekonomika na dezinflační cestě

Česká národní banka ve své květnové zprávě o měnovém vývoji předpokládá poměrně rychlý návrat inflace do svého cílového pásma 1 - 3 % (obr. 1):



Obr. 1: Projekce odhadované míry inflace v jednotlivých čtvrtletích; barevně jsou znázorněny intervaly spolehlivosti (zdroj: ČNB – „Zpráva o měnové politice – jaro 2023“)

Podle této projekce tedy míra inflace v letních a podzimních měsících poklesne na úroveň kolem 8 %, kde se bude udržovat až do konce roku, aby v lednu 2024 prudce spadla do rozmezí 2 – 3 % a od 2. čtvrtletí v podstatě po zbytek roku oscilovala kolem inflačního cíle 2 %.

Dlužno dodat, že prognóza ČNB vznikala na přelomu letošního dubna a května, tudíž nezohledňuje ještě vliv připravovaného vládního „úsporného balíčku“, který skrze změny ve spotřebních daních a DPH má potenciál očekávané hodnoty inflace dále rozkolísat. Obecně lze však čekat, že dezinflace bude s velkou pravděpodobností probíhat po podobné stezce, byť se jednotlivé úrovně a jejich časování mohou od výchozí projekce odchýlit. Velká část „milníků“ na dezinflační cestě je totiž definována poměřovací základnou (tj. hodnotami indexu spotřebitelských cen v předchozím roce) a úrovní „okamžité“ inflace.

Meziroční vs meziměsíční míra inflace

Nejčastěji udávaným měřítkem inflace bývá její meziroční míra, tj. meziroční změna hodnoty indexu spotřebitelských cen (známého též pod zkratkou CPI – „Consumer Price Index“) v daném měsíci oproti hodnotě ze stejného měsíce předchozího roku. Tedy kupř. za květen 2023 činila meziroční míra inflace 11,1 % - neboť 147,6/132,9 – 1 = 0,111 = 11,1 % - v červnu pak klesla na 148,1/135 – 1 = 0,097 = 9,7 %; viz údaje v následující tabulce:

Tabulka 1: Indexy spotřebitelských cen v jednotlivých měsících (klasifikace ECOICOP - bazický index)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	113,4	113,6	113,8	114,4	114,6	115,2	116,4	117,2	117,4	118,6	118,8	119,3
2022	124,6	126,2	128,3	130,6	132,9	135,0	136,8	137,4	138,5	**136,5**	**138,1**	**138,1**
2023	146,4	147,3	147,5	147,2	147,6	148,1	148,8					
Změna m/m '22	**4,44%**	1,28%	1,66%	1,79%	1,76%	1,58%	1,33%	0,44%	0,80%	-1,44%	1,17%	0,00%
Změna m/m '23	**6,01%**	0,61%	0,14%	-0,20%	0,27%	0,34%	0,47%					

Zdroj: ČSÚ

Ne vždy nám ovšem meziroční míra inflace dává přesný a hlavně čerstvý obrázek o převládajících inflačních tlacích v ekonomice. Ponechme teď stranou upravené ukazatele inflace jako „jádrová“ či „měnově politická“ inflace, při níž se v ukazateli upravují volatilní položky jako ceny ropy/paliv, čerstvé zeleniny apod. a které v různé míře používají ke svému rozhodování centrální banky. Když sledujeme meziměsíční změny indexu spotřebitelských cen (poslední dva řádky tabulky), je zřejmé, že loni i letos byl růst spotřebitelských cen v rámci roku rozložen velmi nerovnoměrně – k největšímu meziměsíčnímu nárůstu, tedy spíše cenovému skoku, docházelo v lednu, přičemž letos to bylo kvůli přenastavení cen energií dokonce o více než 6 %.

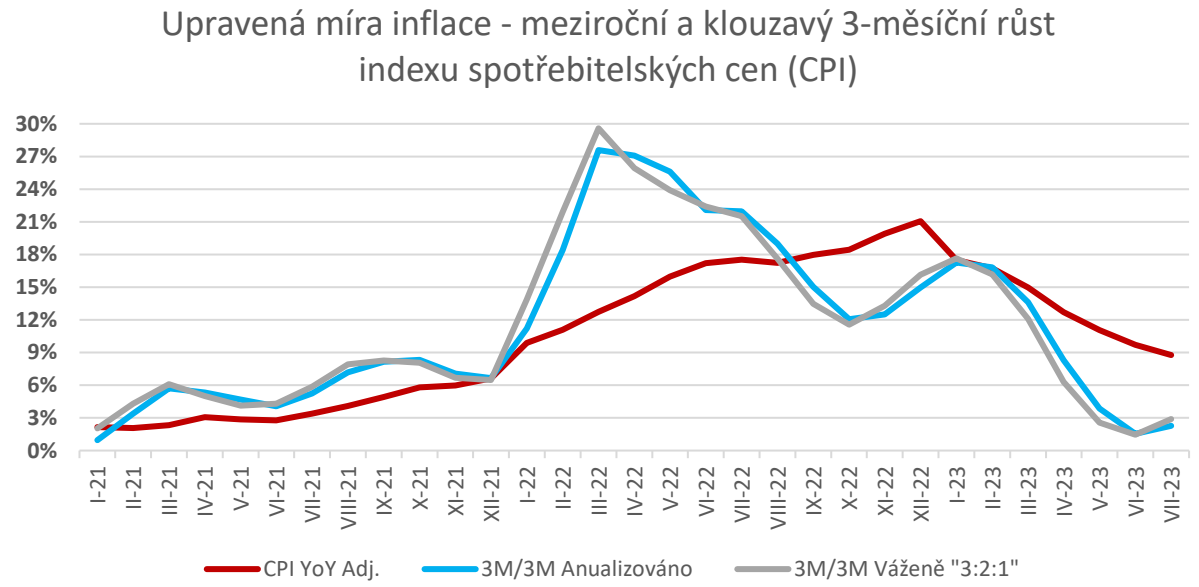
„Lednocentrický“ charakter letošního růstu cen dále vynikne, porovnáme-li leden s údajem za uplynulou část letošního roku; za prvních sedm měsíců totiž index spotřebitelských cen narostl oproti loňskému prosinci o 7,7 % (148,8/138,1 – 1 = 0,0775). Lednový cenový skok je tedy odpovědný za více než 3/4 dosavadního růstu indexu spotřebitelských cen!

Na druhou stranu ovšem díky použité metodice Český statistický úřad na konci roku loňského vykázal dlouhé období, kdy inflace jakoby nerostla, a to díky zavedení tzv. „energetického úsporného tarifu“ ve 4. čtvrtletí 2022 (hnědě vyznačené hodnoty). Prosincových 138,1 bylo dokonce lehce pod zářijovými 138,5 – ovšem znamená to, že by mezitím v ekonomice nedocházelo k růstu cen? Nikoliv, nadále trvající růst cen byl pouze domácnostem kompenzován zásahem státu a ze statistik tak „zmizel“. Toto „zmizení“ se pokusíme v dalším textu ošetřit.

Převládající míra inflace není taková, jak by se mohlo zdát,…

Lze tedy najít ukazatel, který by věrněji odrážel momentální sílu inflačních tlaků v ekonomice, tedy jakousi „okamžitou“ anebo „převládající míru inflace“? Toho dosáhneme, pokud zúžíme „pozorovací okno“, tedy zkrátíme období, za které inflaci měříme, a výsledné číslo „rozprostřeme“ na celý rok (anualizujeme). Definujme si tedy ukazatel označený v následujícím obrázku jako 3-měsíční anualizovaná míra inflace „3M/3M“. Jedná se o klouzavý 3-měsíční průměrný růst indexu spotřebitelských cen, spočtený jako podíl průměru hodnot indexu spotřebitelských cen za poslední tři měsíce a průměru hodnot indexu za bezprostředně předcházející 3 měsíce, anualizovaný („rozprostřený“ na celý rok). Výpočet včetně příkladu je detailně popsán v části „Použité definice a postupy“ [1)].

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**. Tedy cenou za lepší vystižení okamžitých inflačních trendů je zvýšená volatilita takto spočteného indexu.** Přesto je dle mého názoru vypovídací hodnota tohoto ukazatele značná:



Obr. 2: Upravená meziroční míra inflace a 3-měsíční anualizovaná míra inflace

První a **hlavní závěr je, že převládající míra inflace se v květnu nacházela na úrovni kolem 4 %** (modrá čára „3M/3M Anualizováno“), **zatímco meziročním údaj ještě výrazně překračoval hranici 10 %** - číslo za květen dosáhlo výše 11,1 % (červená čára „CPI YoY Adjusted“). **V červnu**, kdy nám ze základu vypadl prosinec 2022 a s ním také velká část cenového nárůstu na počátku roku, **pak dále poklesla až na 1,6 %,** přičemž oficiální meziroční inflační číslo činilo 9,7 %. **V červenci** se pak k sobě hodnoty okamžité a meziroční inflace z obou stran přiblížily – **tříměsíční anualizovaná míra** lehce **poskočila na 2,3 %**, zatímco **meziroční míra inflace dále poklesla na 8,8 %.**

Na obrázku je dobře patrná mnohem vyšší rozkolísanost hodnot tříměsíční anualizované míry inflace oproti ročním, ovšem **tříměsíční anualizované hodnoty dobře ukazují na trendy ve zrychlování/zpomalování** meziroční **míry inflace**.

Idea za použitím „zúženého pozorovacího okna“ pro měření inflace je podobná, jako když zvažujeme, zda výkon ekonomiky lépe odráží meziroční nebo mezičtvrtletní změna HDP. Pokud kupř. meziročně HDP narostl o 8,5 % a statistici neučinili chybu, tak objem vyrobeného zboží a poskytnutých služeb konečné spotřeby opravdu meziročně vzrostl o toto procento. Nicméně pokud víme, že ve stejném období předchozího roku v dané společnosti/ekonomice kupř. řádil Covid-19, který mezitím odezněl, tak mnohem přesnějším ukazatelem okamžité výkonnosti ekonomiky je sezónně očištěný mezičtvrtletní údaj (řekněme 0,7 %), který anualizujeme. Rázem se tak obrázek ekonomického růstu vybrané ekonomiky mění – z růstového tempa, jež je hodno „asijského tygra“, tj. 8,5 %, se dostáváme někam ke 3 % anualizovaně, tedy na stále ještě slušné, leč znatelně pomalejší tempo růstu HDP.

Na grafu **upravené meziroční míry inflace** [2)] (červená čára) je zároveň vidět to, co nám na konci roku 2022 „zakryl“ energetický úsporný tarif – totiž že **„podkladová“ míra inflace v prosinci 2022 ve skutečnosti vrcholila na hrozivých cca 21 % namísto oficiálně zveřejněných 15,8 %.** Zde také dovysvětlíme úpravu dat za říjen až prosinec 2022 tak, aby nám je nezkresloval onen „energetický úsporný tarif“. Upravená meziroční míra inflace byla získána tak, že šestiprocentní „skok“ hodnoty indexu spotřebitelských cen (CPI) 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 růst cen v ekonomice bez ohledu na vládní kompenzační opatření. Přepočet je podrobně popsán v části „Použité definice a postupy“ [2)]. Kde tedy hovoříme o meziroční upravené inflaci, odkazujeme na tyto přepočtené hodnoty za uvedené tři měsíce, což platí i pro výpočet tříměsíční anualizované míry inflace.

S 3-měsíční 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“ 3-měsíční anualizovanou inflaci představuje šedá čára v obrázku 2 (údaj „3M/3M 3:2:1“ – tedy pro výpočet květnové hodnoty byly hodnoty indexu spotřebitelských cen za květen/duben/březen vzaty v poměru 3:2:1, stejně tak byly naváženy měsíce tvořící srovnávací základnu – únor/leden/prosinec). Díky velké volatilitě 3-měsíčních ukazatelů obě čáry při daném měřítku téměř splývají, ovšem **tříměsíční anualizovaná inflace za květen „navážená“ v poměru 3:2:1 by ukazovala na ještě nižší převládající míru inflace** – a to **cca 2,6 %.**

…obzvláště hledíme-li do budoucna namísto do minulosti

Obrázek 2 a z něj plynoucí závěry tedy dobře ukazují, jak důležitý je vliv srovnávací základny (meziroční míra inflace vs tříměsíční anualizovaná míra inflace) a kvality vstupních dat obecně (jejich úprava či nikoliv o externí zásahy) na to, jaký inflační obraz se nám naskytne. **Obecně platí, že meziroční míra inflace je pohledem do minulosti**, tj. dobře postihuje to, o kolik jsme vinou inflace za poslední rok zchudli. Naproti tomu **pro pohled do budoucna je mnohem užitečnější „převládající míra inflace“**, tj. ta, kterou se snažíme odhadnout kupř. pomocí tříměsíční anualizované inflace, **a to v té míře, v jaké byla meziroční data zatížena efekty, o nichž věříme, že se již nebudou opakovat** (viz lednový cenový skok) a zároveň **úměrně tomu, nakolik je nedávná minulost dobrým obrazem blízké budoucnosti.** Předpokládáme-li tedy, že cenový vývoj od ledna do července je dostatečně solidním odhadem převládajících inflačních tlaků v ekonomice a myšlenkově tento protáhneme do konce roku, můžeme se pustit do „věštění“ celoročních inflačních čísel.

Již víme, že za prvních 7 měsíců letošního roku činil cenový nárůst 7,7 %, z čehož za necelé 4/5 zodpovídá lednový „cenový skok“. Předpokládáme-li po zbytek roku inflaci v intencích námi spočtené červencové tříměsíční anualizované inflace, tj. cca 2,3 % (p. a.), čemuž odpovídá meziměsíční tempo 0,19 %, pak nás to vede k odhadu prosincové meziroční inflace cca 8,7 % ($1{,}0775 * 1{,}0019^5 – 1 = 0{,}0877 = 8{,}7$ %). Pokud bychom vzali jednoduše průměrný meziměsíční růst CPI za letošní únor až červenec (0,27 % p. m.) jako pravidlo pro zbytek roku, směřovali bychom k odhadu prosincového inflačního čísla 9,2 %[3)]. **Pokud tedy zůstane „stav světa“ nezměněn oproti vývoji z letošního prvního pololetí, pak na**

konci roku bychom mohli rozumně očekávat „oficiální“ míru inflace na úrovni 8,5 – 9,5 %. Zdůrazněme, že nyní mluvíme o „neupravené“ míře inflace, tj. neočištěné o vliv „energetického úsporného tarifu“.

Vliv srovnávací základny pak pozorovatele **udeří do očí v údajích za leden 2024**, kdy nám **z porovnání vypadne prosinec 2022** jakožto poslední měsíc ovlivněný „energetickým úsporným tarifem“. Téměř s jistotou pak můžeme říci, že nedojde-li v prvním měsíci roku 2024 k opakování letošního a loňského „cenového skoku“, pak **lednové oficiální meziroční inflační číslo bude cca o 5,5 až 6 procentních bodů nižší než předchozí prosincový údaj.** Tedy naplní-li se naše předpoklady z předchozího odstavce, pak **meziroční míra inflace v lednu 2024 by se měla pohybovat kolem 3 %**, čili zhruba **v souladu s tím, co nám již teď naznačuje námi spočtená tříměsíční anualizovaná míra inflace.** To je ostatně ve shodě s predikcí ČNB, srovnejme Q1 2024 na obr. 1.

Proč by si tedy naši investoři měli (také) užít léto?

Po tomto ekonomickém výkladu se tedy konečně dostáváme k úvodní otázce článku. **Investoři by měli** zejména při investici do produktů s pevně definovaným výnosem **poměřovat očekávaný výnos z investičního nástroje s očekávanou** (kumulovanou) **mírou inflace**. Jinými slovy, měli by **hledět na reálný výnos investice**.

Reálný výnos investice můžeme definovat jako **zhodnocení ve stálých cenách**, tj. **očištěné o vliv inflace**. Tedy nominální výnos investice za dané období, který přepočteme na výchozí úroveň cen.

Příklad: investoři do investičních akcií třídy A 3M FUND MSI SICAV, kteří své prostředky zainvestovali v 1. upisovacím období, tedy zhruba v polovině července 2022, dosáhli za tuto část roku výnosu 4,71 %. Vezmeme-li za základ úroveň indexu spotřebitelských cen v červnu 2022, tedy bezprostředně před prvním upisovacím obdobím investičních akcií, pak spotřebitelské ceny ve stejném období „oficiálně“ narostly o 2,3 %:

138,1 (hodnota CPI z tabulky 1 za prosinec 2022)/135 (hodnota CPI za červen 2022) – 1 = 1,0230 – 1 = 0,023 = 2,3 %.

Jinými slovy cena zboží a služeb zařazených do spotřebitelského koše byla na konci roku 1,023-násobkem ceny stejného spotřebního koše v červnu 2022. Toto číslo, tedy **poměr hodnoty CPI v daném období k hodnotě ve zvoleném referenčním období**, nazýváme dále **„deflátor“**[4]. Tento „spotřebitelský deflátor“ nám tedy poslouží i k přepočtu nominálního zhodnocení investičních akcií na reálné, pokud „deflátorem“ vydělíme dosažené nominální zhodnocení: 1,0471 (hodnota IA vč. zhodnocení)/1,0230 („deflátor“) – 1 = 1,0236 – 1 = 0,0236 = 2,4 %. Jinými slovy jsme spočetli hodnotu investiční akcie „v cenách z června 2022“: jelikož cena spotřebního koše vzrostla do prosince 1,023-násobně, bylo třeba nominální zhodnocení vydělit tímto faktorem, čímž jsme se dostali na reálné zhodnocení.

My už ovšem víme, že inflace se v posledním čtvrtletí loňského roku zastavila pouze zdánlivě („energetický úsporný tarif“ – viz předchozí pasáž o upravené meziroční míře inflace a obr. 2); pokud tedy propočet protáhneme přes toto období až kupř. do března, kdy už se nárůst cen energií projevil ve spotřebitelských cenách, obrázek bude jiný:

„deflátor“ (03/23) = 147,5 (CPI za březen 2023 v tabulce 1)/135 (CPI za červen 2022) = 1,0926; tj. cena spotřebního koše od června 2022 do března 2023 narostla o 1,0926 – 1 = 0,0926 = 9,3 %.

Projektované zhodnocení investiční akcie třídy A ke konci března 2023:

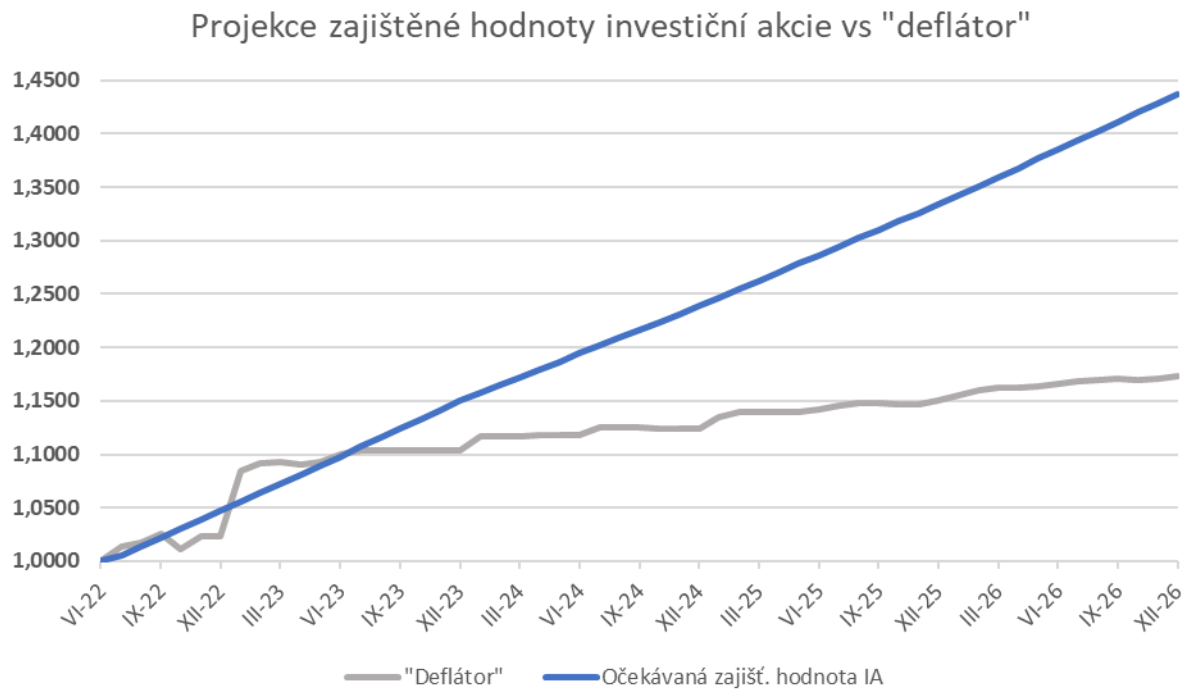
1,0471 (tj. cena ke konci roku 2022) * (teoretické zhodnocení za leden až březen 2023) = 1,0471 * (1 + (90/365) * 0,0983) = 1,0471 * 1,0242 = 1,0725; to je teoretická cena IA tř. A ke konci března 2023, čemuž odpovídá zhodnocení 1,0725 – 1 = 0,0725 = 7,3 % (od konce června 2022 do konce března 2023).

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 období. Teoretické zhodnocení investiční akcie pak vychází ze statutu fondu, tj. pro období do 31. 12. 2026 z definice „zajištěného zhodnocení investiční akcie“, jak je popsáno v ustanovení odst. 10.3 písmena 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 v předchozím případě 90/365, tj. 90 dní za leden až březen 2023. Jako úroková sazba byla vzata hodnota 9,83 % p. a., což odpovídá statutu, dosavadnímu vývoji úrokových sazeb a prognóze ČNB pro zbytek roku[5]. Odtud tedy 1 + (90/365) * 9,83 % = 1,0242 jako druhý činitel v předchozím výpočtu.

Vrátíme-li se tedy zpět k našemu příkladu, pak reálné zhodnocení investiční akcie třídy A ke konci března 2023 činilo 1,0725 (teoretická cena akcie ke konci března)/1,0926 (hodnota „spotřebitelského deflátoru“ ke stejnému datu) – 1 = 0,9816 – 1 = -0,0184 = -1,8 %. Přestože (teoretická) cena investiční akcie v uvedeném období rostla, reálně investoři bohužel ztráceli, neboť spotřebitelské ceny vyjádřené „deflátorem“ ve zvoleném období rostly ještě rychleji. To jsme ale pořád ještě na začátku investičního příběhu, jak vzápětí uvidíme.

Obecně tedy platí, že **pokud projektované zhodnocení investiční akcie > „deflátor“** za stejné období **=> investoři reálně získávají**; pokud **projektované zhodnocení investiční akcie < „deflátor“** za dané období **=> investoři reálně ztrácejí**. Podotýkám, že zde a **ve všech dalších příkladech a grafech** bereme jako **referenční období konec června 2022**, tj. **veškeré hodnoty „deflátoru“ a** (teoretického) **zhodnocení** jsou **vztahovány k tomuto** výchozímu **datu**.

No a teď k tomu létu – následující graf projektuje hodnotu investiční akcie třídy A až do konce roku 2026 za předpokladů, které jsme již částečně zmínili: předpokládané zhodnocení za rok 2023 ve výši 9,83 % a následně 7,7 % p. a. pro následující 3 roky, což je konzervativní odhad na úrovni „floor“, jak je definován v ustanovení odst. 10.3 písmena a) statutu fondu týkajícím se výpočtu zajištěného zhodnocení. Výpočet „deflátoru“ pak vychází z oficiálních hodnot indexu spotřebitelských cen (tabulka 1) a projekcí ČNB – podrobnosti k výpočtu v části „Použité definice a postupy“[5)].



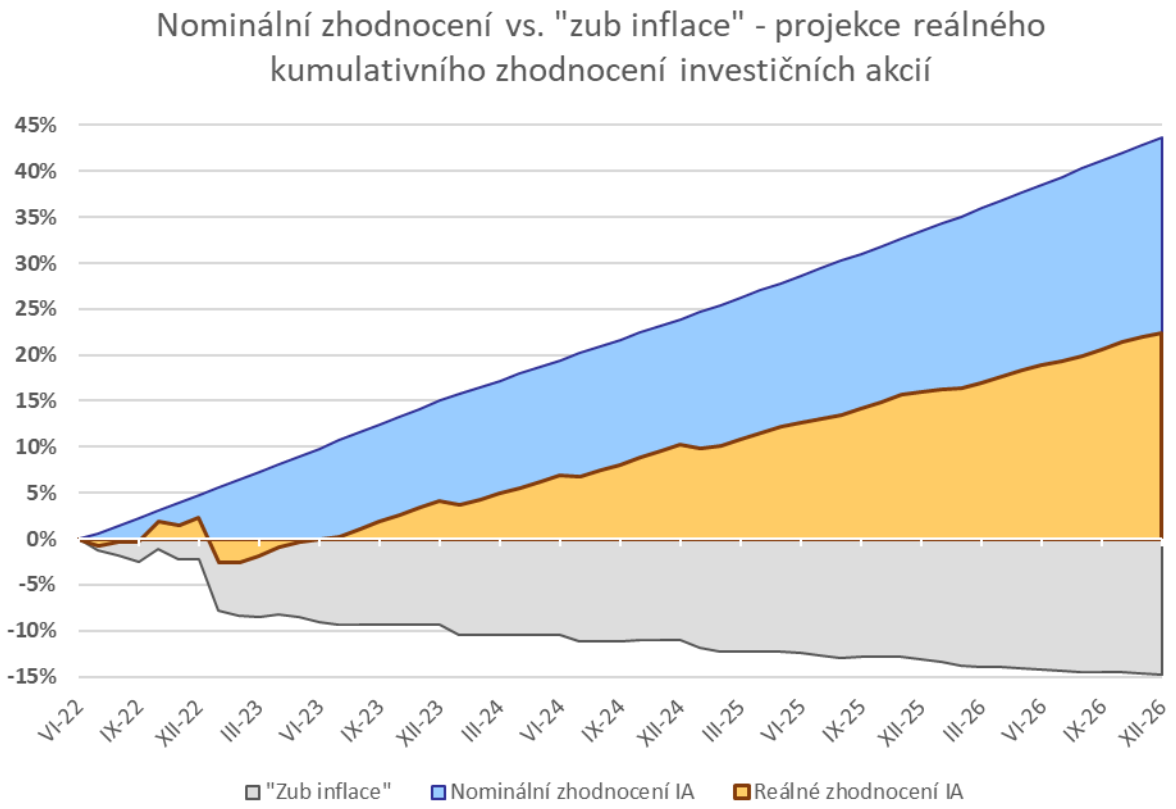
Obr. 3: Ukázka možného scénáře vývoje zajištěné hodnoty investiční akcie třídy A, jak je definována ve statutu, proti kumulované inflaci za období počínaje 30/6/2022.

Jelikož pro sledované období platí garance zajištěného zhodnocení investičních akcií třídy A, na projektovanou hodnotu investiční akcie odkazujeme také jako na „zajištěnou hodnotu“.

Tam, kde se na obr. 3 **modrá čára nachází nad šedou**, převyšuje očekávaná zajištěná hodnota investiční akcie kumulovanou inflaci, tj. „deflátor“, a **investoři tak dosahují kladného reálného zhodnocení**. No a **právě v prázdninových měsících** graf očekávané zajištěné hodnoty investiční akcie zespoda proráží čáru „deflátoru“, tj. **reálný výnos pro investory se začíná překlápět do kladných hodnot.** Nejprve nesměle – z červnové „černé nuly“ na uměřená 0,4 % v červenci, což by dále mělo potvrdit srpnových +1,1 %. **V prosinci by pak mohlo reálné zhodnocení investičních akcií překročit 4 %.** Jsou-li pak naše předpoklady (a projekce ČNB) ohledně inflace a úrokových sazeb správné[5)], pak by investoři měli vcelku bezpečně dosáhnout na téměř plynulé **kladné reálné zhodnocení, jež by** ke konci sledovaného

období **mohlo kumulovaně přesáhnout 20 %**[6]. Tedy bude-li se „stav světa“ vyvíjet dosavadním způsobem (znovu odkazujeme na dříve zmiňovanou „převládající míru inflace“ a předpokládaný vývoj úrokových sazeb).

Ještě více je prázdninové „překlopení“ reálného zhodnocení investičních akcií do kladných hodnot zřetelné na následujícím grafu:



Obr. 4: 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.

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** (stejného) **zboží a služeb si je spotřebitel schopen pořídit v daném okamžiku za 1 Kč oproti výchozímu období** (v našem případě červnu 2022) **vinou inflace**. Vypočte se jako převrácená hodnota deflátoru snížená o jednotku. Tedy čím vyšší je inflace, tím více zub inflace „užírá“ z domácí kupní síly českého spotřebitele[7]. Zde je rovněž velmi dobře patrné, že si zub inflace „uhryzl“ jednorázově zdaleka nejvíce letos v lednu, čímž strhl dosavadní kladné reálné zhodnocení výrazně do záporných hodnot. Na to, aby očekávané zajištěné zhodnocení investičních akcií tento propad „odpracovalo“, fond potřeboval celý zbytek prvního pololetí.

Reálné zhodnocení se zde tedy překlápí do kladných hodnot podobně jako na obr. 3 v letních měsících, kdy zespoda protíná osu x. Dále platí pochopitelně totéž, co už bylo řečeno k projekci zajištěné hodnoty investiční akcie: očekávané reálné zhodnocení investiční akcie se v červenci nesměle přehouplo do kladných hodnot, na konci prázdnin by mělo překonat 1 % a vyplní-li se naše projekce, pak je čeká téměř setrvalý růst až do konce sledovaného období.

Přejeme našim investorům spokojený zbytek prázdnin, vydařené „babí léto“ a ať nám všem „zub inflace“ z výnosů a hodnoty aktiv „užírá“ co nejméně!

Jiří Lengál
Investiční manažer
IFMS Advisory s.r.o.

Použité definice a postupy:

1) **Tříměsíční anualizovaná míra inflace** (též „převládající míra inflace“) byla vyčíslena následovně:

- Výchozí hodnoty indexu spotřebitelských cen (též označovaného „CPI“ – „Consumer Price Index“) z tabulky 1 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 květnu 2023 = průměr(147,5; 147,2; 147,6 – CPI za březen, duben, květen 2023)/průměr(144,4; 146,4; 147,3 – tj. upravená hodnota CPI za prosinec 2022 a hodnoty za leden a únor 2023) – 1 = 1,00953 – 1 = 0,00953 = 0,95 %. Tuto tříměsíční změnu je ještě třeba převést na celoroční údaj, tj. anualizovat: $1{,}00953^4 – 1 = 0{,}03867 = 3{,}9$ %. Tříměsíční anualizovaná míra inflace za květen 2023 tedy činila 3,9 %.

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 1, 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) **Průměrný meziměsíční růst indexu spotřebitelských cen za únor – červenec 2023**:
148,8 (CPI za červenec z tabulky 1)/146,4 (CPI za leden z tabulky 1) – 1 = 1,01639 – 1 = 0,01161 = 1,64 %, což je absolutní změna CPI za posledních 6 měsíců; průměrné měsíční tempo růstu CPI ovšem dostaneme jako šestou odmocninu z uvedeného zlomku, tedy:

$(148{,}8/146{,}4)^{(1/6)} – 1 = 1{,}00271 – 1 = 0{,}00271 = 0{,}27$ %.

Pro odhad celoroční míry inflace s použitím této hodnoty tedy vynásobíme skutečný růst cen za prvních 7 měsíců roku (už dříve spočtených 7,75 %) odhadem pro zbylých 5 měsíců, což je pátá mocnina meziměsíčního tempa:

$1{,}0775 * 1{,}00271^5 – 1 = 1{,}0922 – 1 = 0{,}0922 = 9{,}2$ %.

4) **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.

5) **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 byly vzaty odhady ČNB z následující tabulky; prostý průměr 3M PRIBOR (což je sazba, kterou ČNB prognózuje) dává hodnotu 6,77 %. Jelikož průměrné rozpětí („spread“) mezi 1D a 3M PRIBOR letos činí 19 bazických bodů, tj. 0,19 %, byl tento spread od výchozí hodnoty odečten a následně byla přičtena marže dle statutu (3,25 %):

6,77 % - 0,19 % + 3,25 % = 9,83 %. Tato hodnota byla tedy použita pro výpočet projekce zajištěné hodnoty investiční akcie v roce 2023. V dalších letech pak byla konzervativně a i s ohledem na prognózu ČNB použita hodnota zajištěného zhodnocení na úrovni „floor“, tedy 7,7 %.

ČNB - květnová prognóza		
	CPI	**3M PRIBOR**
Q1-23	16,40%	7,20%
Q2-23	11,64%	7,20%
Q3-23	**8,32%**	**6,68%**
Q4-23	**8,33%**	**6,00%**
Q1-24	**2,50%**	**5,43%**
Q2-24	**2,10%**	**4,75%**
Q3-24	**1,97%**	**4,28%**
Q4-24	**1,81%**	**3,96%**

Zdroj: ČNB – „Zpráva o měnové politice – jaro 2023“

Co se týče **projektovaných hodnot „deflátoru“**, vycházely opět z prognózy ČNB, jak je zachycena ve výše uvedené tabulce. Uvedené hodnoty „CPI“ představují průměr za dané čtvrtletí oproti průměru za stejné čtvrtletí předchozího roku. Od července 2023 byly tedy dopočteny projektované hodnoty indexu spotřebitelských cen tak, aby těmto průměrným hodnotám odpovídaly. Pro roky 2025 a 2026 se pak počítá s inflací na úrovni cíle ČNB, tedy 2 %.

6) **Projektovaná zajištěná hodnota investiční akcie ke 31/12/2026** za naplnění předpokladů v předchozím bodě činí 1,4369 Kč; jelikož upisovací hodnota akcie v červenci 2022 byla 1 Kč, projektované kumulované nominální zhodnocení investiční akcie od úpisu činí 43,7 %.

Projektovaná hodnota „deflátoru“ ke stejnému datu: 1,174 – tj. projektovaná kumulovaná míra inflace od června 2022 dosáhne 17,4 %. 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 předchozí bod a obr. 1). 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: 1,4369/1,174 – 1 = 1,2239 – 1 = 0,2239 = 22,4 %.

7) **„Zub inflace“ – příklad:** k prosinci bude odhadovaný „deflátor“ roven tomuto zlomku: 149,03 (odhadované CPI za prosinec 2023)/135 (CPI v červnu 2022) = 1,1039; tzn. odhadovaná kumulativní inflace za toto období dosáhne cca 10,4 %. „Zub inflace“, tj. míra ztráty vnitřní kupní síly české koruny pak bude činit 135/149,03 – 1 = 0,9059 – 1 = -0,0941 = -9,4 %.

Pro obě veličiny by mělo platit, že „deflátor“ * (1 + „zub inflace“) = 1, tzn. kumulativní nárůst cen činí 10,4 %, za stejné zboží/služby tedy spotřebitel zaplatí 1,1039 Kč oproti 1 Kč ve výchozím období. Koruna však ve stejném období ztratila 9,4 % své kupní síly, tzn. místo jedné jednotky zboží/služeb si spotřebitel může dopřát pouze (1 – 0,0941) = 0,9059 jednotek. Pak tedy platí 1,1039 * 0,9059 = 1,0000 Kč, tedy součin je roven hodnotě jedné vydané koruny.

Užitečné odkazy:

ČSÚ – Indexy spotřebitelských cen podle klasifikace ECOICOP (měsíčně):
https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/shortUrl?su=e730f7c1

ČNB – „Zpráva o měnové politice – jaro 2023“:
https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-menove-politice/Zprava-o-menove-politice-jaro-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.