3M FUND MSI SICAV a.s.

Newsletter srpen 2025

Vážení investoři,

přinášíme vám letní „newsletter“, v němž okomentujeme vývoj portfolia fondu a zhodnocení jednotlivých tříd investičních akcií za rok 2024. Přineseme krátký přehled vývoje projektů nacházejících se v portfoliu fondu a přidáme naše úvahy ohledně faktorů, jež dle našeho názoru nejvíce ovlivňují dosavadní i očekávaný vývoj inflace a tedy budou určující pro rozhodování ČNB o dalším nastavení úrokových sazeb. Prostor investičního zpravodaje využijeme rovněž k zamyšlení nad nedávným ekonomicko-politickým vývojem v ČR i ve světě a pokusíme se naznačit jeho důsledky pro domácí makroekonomické a investiční prostředí. Upozorníme i na další ekonomické ukazatele a souvislosti, o kterých věříme, že jsou pro naše investory relevantní a zajímavé.

Speciálně se budeme věnovat dokončení dezinflačního procesu, tedy situaci, kdy se tempo růstu cen dostane do těsné blízkosti inflačního cíle a ideálně tam i „zakotví“. Pokusíme se tedy zodpovědět otázku či alespoň přinést náš názor na to, kde by se měla nacházet tzv. „neutrální úroveň“ krátkodobých úrokových sazeb.

Přejeme vám příjemné čtení, spokojené prožití druhé poloviny léta a, doufejme, na jeho konci také návrat stabilního a rozumně předvídatelného ekonomického prostředí, jež bude napomáhat tomu, abyste se svou investicí mohli být spokojeni i do budoucna!

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

ZÁKLADNÍ ÚDAJE

3M FUND MSI SICAV a.s.	31.12.2024	31.12.2023	1Y změna
Aktiva na konci období (Kč)	1 887 836 609,58	1 451 999 319,59	30 %
Čistý fondový kapitál (NAV) (Kč)	629 878 709,67	217 443 164,00	190 %
Třída inv. akcií "A": čistý fondový kapitál (Kč)	22 408 809,12	20 676 215,17	8 %
Třída inv. akcií "S": čistý fondový kapitál (Kč)	223 823 781,04	119 936 109,06	87 %
Třída inv. akcií "Z": čistý fondový kapitál (Kč)*	383 646 119,51	76 830 839,81	399 %
Počet vydaných investičních akcií tř. "A"	17 910 036	17 910 036	
Počet vydaných investičních akcií tř. "S"	206 500 000	206 500 000	
Počet vydaných investičních akcií tř. "Z"	1 059 878 463	1 059 878 463	
Kurz investiční akcie třídy "A" (Kč):	**1,2512**	**1,1544**	**8,39 %**
Kurz investiční akcie třídy "S" (Kč):	1,0839	0,5808	86,62 %
Kurz investiční akcie třídy "Z" (Kč):	0,3620	0,0725	399,31 %

Komentář k dosaženému a očekávanému zhodnocení investičních akcií

Přibližně od 2. čtvrtletí roku 2023 došlo k výraznému zpomalení tempa růstu cenové hladiny v ČR, což umožnilo České národní bance v prosinci 2023 zahájit cyklus snižování úrokových sazeb. V lednu loňského roku se toto pomalejší tempo růstu cen konečně promítlo i do meziročního inflačního čísla (kdy cenovou hladinu „dohnala“ i srovnávací základna), takže meziroční inflace poklesla z předchozích 6,9 % na 2,3 %, tedy do cílového pásma ČNB. Tím byla, jak konstatovala centrální banka, v České republice obnovena cenová stabilita. Mezi 2 a 3 % se inflace udržovala i ve zbytku roku, což umožnilo ČNB pokračovat ve snižování

úrokových sazeb. Přistoupila k němu loni 6x, a to celkem o 275 bazických bodů[1], takže v prosinci 2024 dosahovala hodnota dvoutýdenní repo sazby 4,00 %. Jednodenní sazba PRIBOR, na kterou byla navázána výkonnost investičních akcií třídy A, se po celé období téměř kryla s úrovní dvoutýdenní repo sazby a její průměr za rok 2024 dosáhl hodnoty 5,13 %. **Investiční akcie třídy A tak dosáhly v souladu s pravidly výpočtu výkonnosti popsanými ve statutu fondu zhodnocení 8,39 %, tedy hodnoty zhruba uprostřed námi odhadovaného intervalu 8,27 – 8,48 %, který jsme investorům poskytli jako vodítko loni v zářijovém newsletteru.**

Prostředí klesajících úrokových sazeb bylo podle očekávání příznivé i pro vývoj hodnoty nemovitostního portfolia fondu, jež bylo ke 31/12/2024 přeceněno výrazně směrem vzhůru. Kromě obecných faktorů k tomu dále přispěla akvizice nových projektů do portfolia a postupující výstavba těch stávajících (Řeporyje, Hostivice, Satalice), čímž docházelo k „odemykání" jejich vnitřní hodnoty. Hodnota čistého fondového kapitálu (NAV) se tak v loňském roce bezmála ztrojnásobila, což více než bohatě vykompenzovalo její propad z roku 2023 a umožnilo doplnit fondový kapitál třídy Z připadající na investiční akcie držené zakladateli fondu. **Připomínáme, že fondový kapitál třídy Z slouží** jako jakýsi „nárazník" **k pokrytí kapitálových nároků ostatních tříd v případech, že by výkonnost samotného portfolia fondu nebyla dostačující k dosažení zhodnocení investičních akcií těchto tříd, jak je stanoveno ve statutu.** To byl právě případ předchozího roku, kdy fondový kapitál třídy Z posloužil k dosažení Zajištěného zhodnocení třídy A[2], které za rok 2023 činilo 10,25 % navzdory tomu, že hodnota portfolia fondu poklesla.

Ve snižování úrokových sazeb pokračovala ČNB – i když nesměle – také letos, kdy ve dvou krocích „seřízla" základní sazby o dalších 50 bazických bodů; dvoutýdenní repo saza tak v červenci stála na 3,50 % p. a. Jak budeme komentovat dále, ze zápisu z červnového jednání bankovní rady i následných vyjádření některých jejích členů vyplývá, že k dalšímu případnému snižování sazeb míní ČNB přistupovat jen velmi obezřetně, zmiňujíc inflační tlaky pramenící z vývoje cen potravin, setrvačnosti růstu cen služeb a možné nadměrné úvěrové expanze v důsledku silnějšího než předpokládaného oživení trhu nemovitostí, to vše navíc v prostředí zvýšené ekonomické nejistoty dané zejména nevypočitatelnými kroky Trumpovy administrativy přinášejícími zavádění cel a rozmetání dosavadních obchodních dohod. Právě tento faktor podle autora povede k další redukci odhadů růstu HDP v ČR i v eurozóně pro 2. pololetí a rok 2026 (to vše na pozadí výrazně silnější Kč vůči € a zejména US$, než by ještě v březnu kdokoliv čekal) a tedy i ke slabším proinflačním tlakům, což by ospravedlnilo nižší nastavení úrokových sazeb už teď.

Ať už se tedy ČNB ve druhém pololetí rozhodne držet sazby na stávající úrovni (tedy dvoutýdenní repo 3,50 %) **anebo se přece jen odhodlá k jejich dalšímu snížení až o 75 bazických bodů,** jak by rád viděl autor (tedy dvoutýdenní repo 2,75 % na konci roku), **pro investory to znamená, že za rok 2025 mohou realisticky počítat se zhodnocením investičních akcií třídy A o 7,70 %**, tedy na úrovni „floor" dle článku 10.3 a) statutu fondu.

Závěrem upozorníme, že dle novelizovaného statutu dochází od letoška ke změně benchmarkové sazby, od které se bude odvíjet Zajištěné zhodnocení třídy A pro léta 2025 – 2026: dosavadní průměrný jednodenní PRIBOR nahradí průměr dvoutýdenní repo sazby stanovované ČNB a spolu s tím došlo i k navýšení přirážky na 3,40 %. Praktický dopad pro investory není žádný, neboť jednodenní PRIBOR vývoj repo sazby téměř přesně kopíruje. Důvodem změny je, že CFBF s.r.o. jakožto kalkulátor a poskytovatel mezibankovních sazeb PRIBOR nově vymezil případy, kdy jejich použití zpoplatňuje[3].

---

[1] Bazický bod = setina procentního bodu; v roce 2024 tak základní úrokové sazby ČNB poklesly o 2,75 procentního bodu.

[2] Zajištěné zhodnocení třídy A popisuje článek 10.3 a) statutu fondu.

[3] Dle čl. 10.3 a) statutu majitelům investičních akcií třídy A za každý rok až do 31/12/2026 náleží zajištěné zhodnocení definované jako průměr dvoutýdenní repo sazby stanovované ČNB + 3,40 % (předchozí vzorec byl průměrný 1D PRIBOR + 3,25 %), přičemž se uplatní dolní (7,7 %) a horní mez (10,7 %). Tyto meze zůstávají stejné.

Vývoj vybraných projektů zařazených do portfolia 3M FUND MSI SICAV

Centrum Hostivice

Projekt „Centrum Hostivice“ se nachází na západním okraji Prahy a sestává celkem z 5 budov zahrnujících byty, komerční prostory v přízemí a podzemní garáže. U čtyř objektů byly stavby téměř dokončeny a probíhají v nich kompletační práce (dokončování finálních podlah, osazování dveří a zařizovacích předmětů – umyvadla, baterie, sprchové kouty – osazování koncových elementů jako vypínače, elektrické zásuvky aj.).

Pohled na projekt „Centrum Hostivice“ v červnu 2025

U páté budovy (objekt A) bylo vydáno rozhodnutí ke změně stavby před dokončením, jež nabylo právní moci v srpnu 2024 a umožnilo demolici dosavadního objektu a vybudování novostavby na jeho místě. Dokončuje se hrubá stavba objektu A (nosné a obvodové stěny, železobetonové vodorovné konstrukce). Probíhá konstrukce střešního pláště. Předpokládaná kolaudace celého projektu je na konci Q2 2026.

Palác Trnitá

Projekt „Palác Trnitá 1“ je víceúčelový komplex budov zahrnující byty, kanceláře a komerční prostory. Od května 2023 je taktéž brněnským sídlem MS-INVEST a.s., jež je ústřední developerskou a servisní společností celé skupiny firem kolem MS-INVEST, do níž patří i 3M FUND MSI SICAV a.s., když ovládající osoby MS-INVEST jsou zároveň akcionáři a zakladateli fondu.

První etapa projektu byla dokončena a zkolaudována v červnu 2022, II. etapa pak v únoru 2024.

Budova dokončená v rámci I. etapy získala 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. V „Paláci Trnitá 1“ jsou až na jeden prodány veškeré k prodeji nabízené byty; v nabídce zůstává poslední kancelář a 3 obchodní prostory.

Pohled na „Palác Trnitá“, Brno

Projekt „Výhledy Řeporyje“

Jedná se o bytový komplex v Praze – Řeporyjích, jenž byl získán do portfolia fondu v červnu 2023 a stal se jedním z jeho nosných projektů. Výstavba byla zahájena v září 2023.

Projekt zahrnuje dva bytové objekty. Objekt A je tvořen třemi bytovými věžemi A1, A2 a A3 na společné podnoži 1. podzemního podlaží pro technické zázemí domu a garážová stání. Druhým objektem je bytový dům B. Součástí projektu jsou i nové inženýrské sítě a komunikace. V rámci projektu vznikne 162 bytových jednotek.

Byly dokončeny hrubé stavby jakož i výtahy v obou objektech. U objektu A se dokončují práce na fasádách; vnitřní rozvody elektřiny, vody a kanalizace jsou hotové. Byly provedeny všechny vnitřní omítky, hrubé podlahy, staví se bytové příčky. Zahájeny byly pokládky dlažeb a obkladů v koupelnách/WC. U objektu B jsou osazena všechna okna, pracuje se na fasádách. Byly dokončeny hrubé rozvody elektřiny, vody a kanalizace, hrubé podlahy, jakož i vnitřní omítky. Zahájeny byly montáže sádrokartonových příček v jednotlivých bytech. Souběžně probíhají práce na inženýrských sítích (vodovod, plynovod, kanalizace), započalo budování komunikací a veřejného osvětlení.

Dokončení projektu je naplánováno na 4. čtvrtletí (říjen - budova A) 2025, resp. 1. čtvrtletí příštího roku (budova B).

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

Projekt „Výhledy Řeporyje“, Praha – Řeporyje; pohled na stavbu z června 2025

Projekt „Rodinné domy Satalice“

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

V srpnu 2023 bylo vydáno společné povolení pro obě etapy projektu, jež nabylo právní moci počátkem října. Současně s tím započala výstavba. Všech 48 rodinných domů budovaných v rámci I. etapy je těsně před dokončením; provádějí se práce v interiérech (osazování kotlů, obklady a dlažby, montáž podlah, dveří, zábradlí, dokončování drobných oprav a provádění finálních maleb). Realizace stavby oproti předpokladu probíhá rychleji s předpokládanou kolaudací rodinných domů na přelomu července a srpna 2025.

Zahájení II. etapy výstavby (13 rodinných domů) je podmíněno zkapacitněním čističky odpadních vod Kbely.

„Rodinné domy Satalice“, Praha – Satalice; pohled na projekt těsně před dokončením v červenci 2025

Nedávný vývoj na hypotéčním a realitním trhu; faktory, jež určí vývoj inflace ve zbytku roku a náš pohled na „správnou“ úroveň úrokových sazeb

Pokles základních úrokových sazeb o celkem 2 ¾ procentního bodu v loňském roce a dalšího ½ bodu letos (ke konci července) se promítnul, i když jen částečně, do úrokových sazeb nově poskytovaných úvěrů na bydlení. To znamenalo politi nemovitostního trhu „živou vodou“ do takové míry, že nadměrná úvěrová expanze právě v tomto segmentu se stalo jedním z Českou národní bankou zmiňovaných rizik pro dosažení a udržení inflace v blízkosti 2% cíle. Zájemci o bydlení se tak při vidině žádného zásadního snížení úrokových sazeb do konce roku rozhodli v masové míře realizovat odloženou poptávku po bydlení.

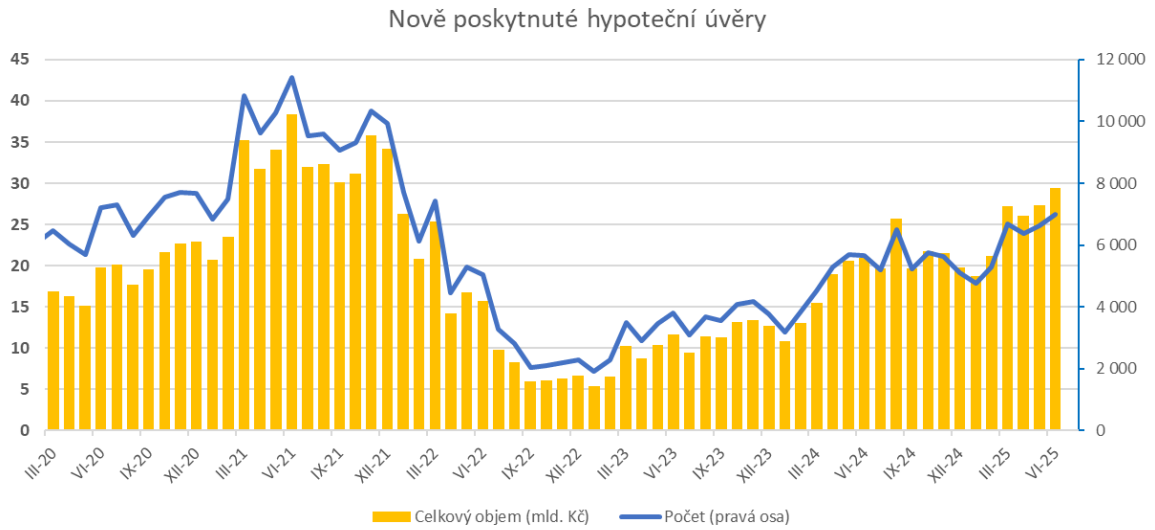
Shrnutí:

- Pokračující cyklus snižování úrokových sazeb znamenal v červnu meziroční pokles sazby z nově poskytovaných hypoték cca o ½ procentního bodu na 4,56 % p. a., přičemž objemy nově poskytnutých úvěrů se ve 2. čtvrtletí pohybovaly v rozmezí 26 - 29 mld. Kč měsíčně, čímž se začaly blížit rekordním hodnotám z roku 2021.
- Obchodníci developera MS-INVEST pozorují růst klientského zájmu o byty všech velikostí a potvrzují, že klienti podle všeho akceptovali stávající úroveň úrokových sazeb.
- Česká národní banka je po letošním dvojím snížení úrokových sazeb celkem o 50 bazických bodů k jejich dalšímu poklesu opatrná. Tempo růstu cen potravin cca dvojnásobné oproti celkové inflaci, přetrvávající inflace ve službách včetně těch spjatých s bydlením a riziko růstu cen nemovitostí nadměrným tempem v důsledku překotné úvěrové expanze právě v tomto segmentu ekonomiky patří mezi centrální bankou nejčastěji zmiňovaná proinflační rizika.
- Dalším rizikem pro ekonomický vývoj v ČR a ve světě jsou kroky Trumpovy administrativy vedoucí k zavádění cel na základě vylhaných argumentů a následně k erozi dosavadního řádu stojícího na dodržování uzavřených dohod a respektování dohodnutých pravidel. Na konci července se zdá, že Evropská unie se dohodla s USA na 15% clech na většinu svých vývozů (s výjimkou oceli a hliníku), přičemž pro americké zboží budou platit dosavadní či žádná cla. Dle našeho názoru to povede ke zpomalení hospodářského růstu v Evropě i ve světě, ovšem nikoliv k nárůstu inflace v ČR, neboť EU nemá zájem rozpoutávat celní válku. Naopak Evropa by mohla pocítit zvýšený zájem asijských a latinskoamerických vývozců umístit větší část jejich cly zasažené produkce na evropských trzích.
- Uvedeme náš pohled jak na faktory, jež budou v příštích měsících dle našeho názoru působit proinflačně, tak i na ty protiinflační, a porovnáme naše argumenty s názory ČNB. Zamyslíme se nad „neutrální úrovní“ úrokových sazeb, tedy na jaké výši by se měly krátkodobé tržní úrokové sazby nacházet poté, co dojde k „ukotvení“ inflace v těsné blízkosti 2% cíle a jaké nastavení měnové politiky by tomu mělo odpovídat. Nabídneme krátké srovnání pohledu ČNB a Evropské centrální banky na neutrální úroveň úrokových sazeb.
- Krátce se vrátíme k tématu konzistentnosti či nekonzistentností prognóz ČNB, kterému jsme se věnovali v předchozím newsletteru. S uspokojením můžeme konstatovat pokrok tvůrců prognóz ČNB v této věci, neboť jejich aktuální pohled na implikovanou úroveň reálných krátkodobých úrokových sazeb, jak plyne z jejich odhadů budoucích úrovní inflace a 3měsíční sazby PRIBOR, se významně přiblížil našemu.
- Na závěr jako vždy nabídneme aktualizovaný scénář možného vývoje hodnoty investiční akcie třídy A se zohledněním současných očekávání ohledně inflace a úrovně úrokových sazeb. Jak jsme již uvedli, investoři mohou za letošní rok realisticky počítat se zhodnocením 7,70 %, tedy na úrovni „floor“, jak je definována ve statutu. To by při odhadované meziroční inflaci okolo 2,7 % v prosinci 2025 znamenalo dosažené reálné zhodnocení investičních akcií za rok 2025 poblíž 4,9 %. V červnu 2025 dosáhla kumulovaná inflace od června 2022 hodnoty 15,1 %. Uvažujeme-li ke konci pololetí poměrnou část zhodnocení 7,70 % p. a., pak by teoretická hodnota investiční akcie třídy A k tomuto datu dosáhla hodnoty 1,2990 Kč. Pro investory, kteří upsali investiční akcie v prvním upisovacím období, to znamená teoretické kumulované zhodnocení 29,9 % za 3 roky a teoretické reálné zhodnocení na úrovni 12,8 %.

Trh úvěrů na bydlení – na cestě k rekordnímu roku? Skoro.

Podle údajů České bankovní asociace v červnu banky a stavební spořitelny poskytly klientům nové hypoteční úvěry (tedy nepočítaje navýšení a refixace již existujících úvěrů) v objemu 29,4 mld. Kč. To představuje 40% meziroční růst. O něco pomaleji rostl počet nových úvěrových případů (24 %), neboť roste i průměrná výše hypotéky. Jelikož i v předchozích třech měsících se objemy nových hypoték pohybovaly v rozmezí 26 – 28 mld. Kč oproti loňským 15 – 21 mld., je letos „zaděláno“ na solidní meziroční růst. Za letošní druhé čtvrtletí tak objem nově poskytnutých úvěrů meziročně narostl o

37 %, přičemž za celé pololetí tempo růstu dosahuje bezmála 50 %. Pokud by se i ve druhé polovině roku udrželo růstové tempo zaznamenané ve 2. čtvrtletí, pak za celý rok 2025 by se objem nově poskytnutých úvěrů mohl přiblížit 325 mld. Kč, což by byl historicky druhý nejlepší výsledek (v nominálním vyjádření) hned za rekordem z roku 2021.



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

Objem nově poskytovaných úvěrů se pak nachází zhruba na úrovni poloviny roku 2020 i v reálném vyjádření (tedy částka úvěrů diskontovaná růstem indexu spotřebitelských cen v mezidobí) a překonává tedy hodnoty dosahované typicky v letech před nástupem pandemie SARS Cov-2. Tyto údaje sleduje ČNB a zveřejňuje ve svých zprávách o měnové politice[4], zájemce proto odkážeme tam. Podle jarní prognózy ČNB by měl svižný růst objemu nových hypoték pokračovat i v příštím roce.

Průměrná úroková sazba nově poskytnutých hypotečních úvěrů dosahovala v červnu 4,56 % p. a., což je téměř o 50 bazických bodů[5] níže než před rokem (5,05 %), nicméně toto snížení představuje jen cca třetinu poklesu krátkodobých úrokových sazeb za stejné období; 3měsíční PRIBOR se meziročně snížil o 150 bazických bodů (průměrná hodnota za červen 2025 vůči průměru na červen 2024) a jednoletý pak o 116 bazických bodů (viz obr. 2). Česká národní banka totiž ve stejném období výrazně snížila dvoutýdenní repo sazbu; na konci června (28/6/2024) ji „sesekla“ o 50 bazických bodů z 5,25 % na 4,75 % a následně v dalších pěti krocích o celkem 125 bps až na 3,50 % p. a. účinných od 9. května 2025.

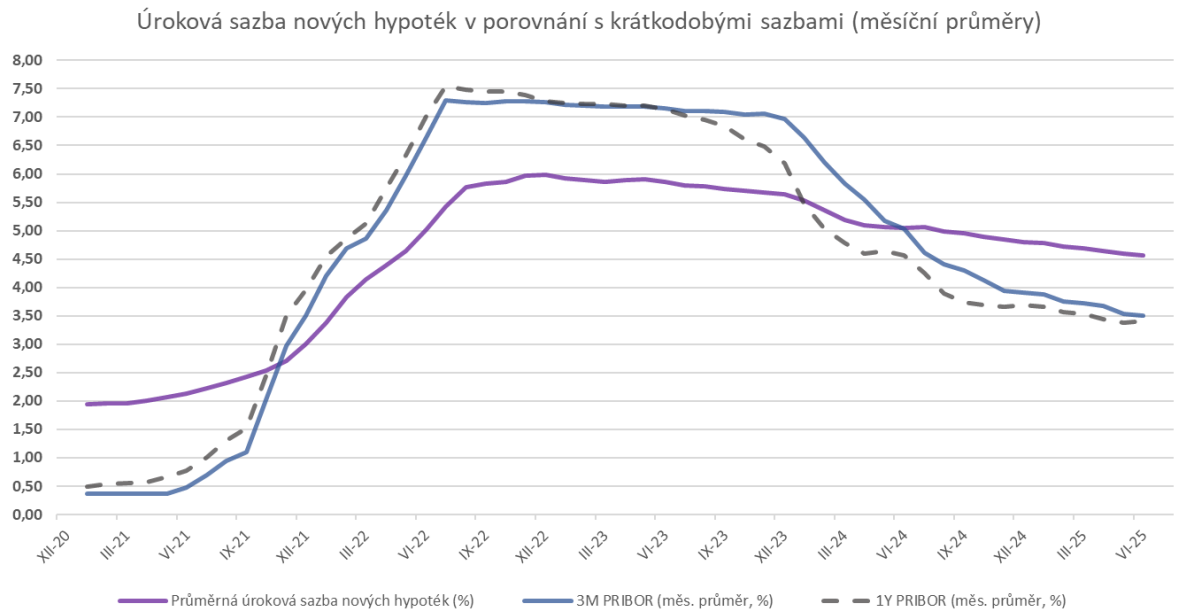
Další výraznější pokles sazeb u hypoték prozatím není na obzoru

Bohužel pro majitele hypoték je pro úrokové sazby z úvěrů na bydlení určující spíše vývoj ve středním segmentu výnosové křivky, rozumějme úrokových sazeb se splatností 3 – 7 let. Zde, jak ukazuje vývoj hodnoty 5leté swapové sazby[6], se za uplynulých 12 měsíců bohužel mnoho nezměnilo; její hodnota po většinu času oscilovala mezi 3,20 % a 3,60 % p. a., když v půli července krátce „ustřelila“ dokonce nad 3,70 %. Další pokles sazby z nových hypotéčních úvěrů tak zřejmě bude omezen do doby, než dojde k poklesu střednědobých úrokových sazeb.

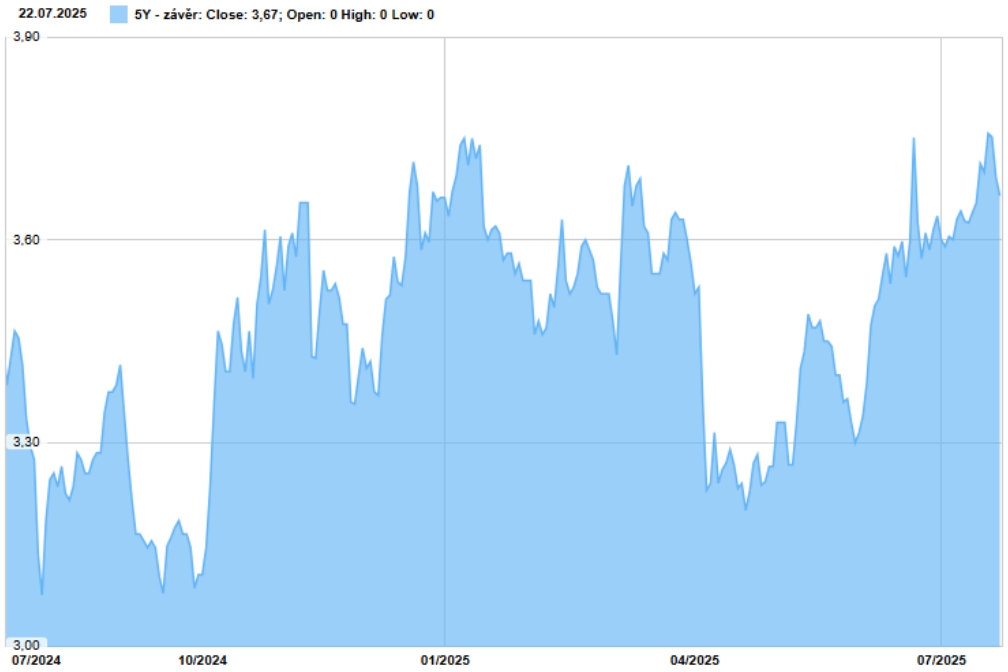
[4] ČNB: „Zpráva o měnové politice – jaro 2025“; graf 4.12 a související text na str. 32

[5] Bazický bod (též basis point, bp, v plurálu bps) = setina procentního bodu, tedy 50 bazických bodů (50 bps) znamená ½ procentního bodu.

[6] Swapy jsou finanční instrumenty sloužící primárně k zajištění. U úrokových swapů strana, která chce zajistit své závazky úročené pohyblivou sazbou, si „kupuje“ za pevnou swapovou sazbu od protistrany sadu budoucích cash flows navázaných na budoucí (tj. v okamžiku obchodu neznámé) hodnoty periodicky stanovovaných krátkodobých úrokových sazeb (3 či 6měsíční PRIBOR, EURIBOR, LIBOR...) po dobu trvání swapu; tímto způsobem „překlopí“ své závazky z proměnlivě úročených do závazků úročených pevnou sazbou. Zajistí se tak proti riziku růstu úrokových sazeb na dobu do splatnosti úrokového swapu. Jinými slovy swapová sazba je tržním odhadem budoucích zřetězených krátkodobých úrokových sazeb po dobu trvání swapu vyjádřeným na roční (p. a.) bázi.



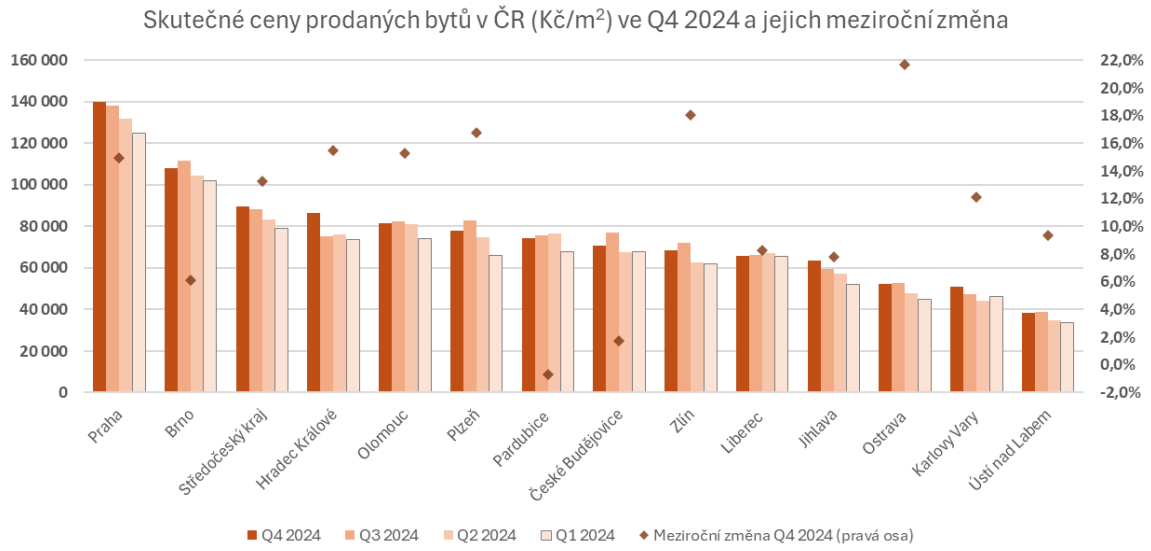
Obr. 2: Průměrná úroková sazba nově poskytnutých hypotečních úvěrů v porovnání s vývojem 3měsíční a jednoleté sazby PRIBOR; zdroj: ČBA Hypomonitor – Česká bankovní asociace, ČNB



Obr. 3: Vývoj ceny 5letého korunového úrokového swapu (CZK IRS 5Y, v % p. a.) za poslední rok; zdroj: patria.cz

Průměrná velikost nově poskytnutého hypotečního úvěru v červnu dosáhla 4,21 mil. Kč, což je 13% nárůst oproti červnu 2024. To odráží pokračující růst cen nemovitostí, který na základě průměrných transakčních cen zaznamenaných společností Flat Zone dosáhl v 1. čtvrtletí 2025 meziročního tempa 16,5 % u bytů a 6,3 % u rodinných domů. To podle všeho potvrzuje trend patrný i z vývoje Deloitte Real Indexu ČR kompilovaného společností Deloitte Touche Tohmatsu Ltd. a zachycujícího vývoj transakčních cen bytů v metropolích a krajských městech ČR (v době vzniku tohoto materiálu

byly nejčerstvější údaje za Q4 2024). Mediánové tempo růstu činilo 12,4 % meziročně, ovšem s výrazným rozptylem mezi jednotlivými městy (od - 0,7 % v Pardubicích po 21,7 % v Ostravě). Pro portfolio Fondu je relevantní především vývoj v Praze a Brně, kde byl ve Q4 2024 zaznamenám meziroční růst transakčních cen o 15,0 %, resp. 6,1 % a průměrná realizovaná cena v obou metropolích se nachází „na špici pelotonu“ (140, resp. 108 tis. Kč/m^2), viz následující obrázek:



Obr. 4: Deloitte Real Index ČR – skutečné ceny prodaných bytů v metropolích a krajských městech; zdroj: Deloitte Touche Tohmatsu Ltd.

Dlužno dodat, že zaznamenané prodejní ceny bytů jsou ovlivněny skladbou jednotek, které se v daném čtvrtletí zobchodují (byty v novostavbách vs. starší byty; zastoupení žádaných vs, okrajových lokalit; poměr bytů v cihlových vs. panelových domech aj.) a tedy zejména v mezičtvrtletním srovnání se mohou v jednotlivých městech objevovat značné výkyvy.

Fakt, že zájemci o nové bydlení podle všeho neočekávají v nejbližší době další výrazný pokles úrokových sazeb z hypoték a tedy ve stále větší míře se odhodlávají uskutečňovat dosud odkládaná pořízení nemovitostí, potvrzují i postřehy **Jaroslava Smrčky, obchodního ředitele** spřízněné developerské společnosti **MS-INVEST a.s.**, jež je generálním dodavatelem a správcem projektů v portfoliu fondu:

„Zažíváme pokračující oživení realitního trhu, na němž pozorujeme zájem o jednotky napříč všemi velikostními kategoriemi. Byty o dispozicích 4+kk a 5+kk na projektech Řeporyje a Chodovec jsou prakticky vyprodány.

Co se týče hypotečního trhu, zdá se, že klienti akceptovali stávající úrokové sazby, což koresponduje i se zprávami z tisku."

Na závěr této pasáže uveďme, že růst cen nemovitostí a s tím spojený růst objemu poskytovaných úvěrů v ekonomice představují jeden z často zmiňovaných střednědobých proinflačních faktorů ze strany ČNB. Ceny nemovitostí totiž vstupují do výpočtu tzv. imputovaného nájemného, jež odráží náklady vlastnického bydlení a je součástí komponenty „Bydlení, voda, energie“ indexu spotřebitelských cen. Silnější než předpokládané tempo růstu objemu úvěrů v ekonomice, obzvlášť pokud by šlo na vrub iracionálně rostoucích cen domů a bytů, by pak vyústilo v nekomfortně rychlý růst peněžní zásoby (agregátu M3), tedy impuls pro poptávkovou inflaci, což dosud nebyl problém české ekonomiky.

Krátké ohlédnutí – jak se od minula naplnila naše očekávání ohledně inflace a úrokových sazeb?

Nejprve krátké ohlédnutí za loňským rokem – v newsletteru z loňského září jsme odhadovali, že prosincová meziroční inflace v roce 2024 vyšplhá na 2,8 %, přičemž v posledních měsících roku bude vlivem srovnávací základny (tj. díky stagnaci cenové hladiny v říjnu a listopadu 2023 a jejímu poklesu v prosinci) zrychlovat. Skutečný vývoj byl nakonec o něco méně příznivý, a to díky rychlejšímu zdražování především v červenci a srpnu (viz obr. 5), takže návrat na horní hranici tolerančního pásma ČNB, tedy meziroční inflaci 3 % v prosinci, se podařil spíše se štěstím, a to díky nečekanému poklesu cen v posledním měsíci roku. Průměrná míra inflace[7] za loňský rok nakonec dosáhla 2,4 % oproti předpokládaným 2,2 % ze srpnové prognózy ČNB.
Centrální banka na rychlejší než původně očekávaný růst cen reagovala pomalejším snižováním úrokových sazeb, než hráči na finančním trhu očekávali ještě v létě; dvoutýdenní repo sazbu snížila ze srpnových 4,50 % ve dvou krocích (září, listopad) celkem o 50 bazických bodů, přičemž v prosinci cyklus snižování sazeb přerušila. Na konci roku tak 2týdenní repo sazba stála na 4,00 % p. a., tedy o 25 bazických bodů výše, než činil střed tržních očekávání v létě a než jsme čekali i my. Nenaplnil se tak náš loňský odhad, že 3měsíční sazba PRIBOR se bude ve 2. čtvrtletí 2025 pohybovat v průměru kolem 3,00 – 3,25 %. Průměr za Q2 ve skutečnosti činil 3,57 %, tedy blízko tehdejší tržní implikované úrovni (3,43 %).

Dosavadní vývoj: lednové skokové zdražení, rostoucí ceny potravin, faktor Trump

Již v podzimních měsících loňského roku se začaly projevovat některé faktory, jejichž dopad na vývoj cenové hladiny přetrvává i v roce letošním. **Ceny potravin výrazně poskočily nahoru již v dubnu 2024 a přibližně od začátku léta již rostly tempem převyšujícím celkovou inflaci** (viz obr. 6). **Z položky tlumící celkovou inflaci se tak staly jejím tahounem, a to také díky jejich výrazné váze ve spotřebním koši (17,7 %).** Od začátku roku jejich ceny rostou meziročním tempem 4 – 6 %, tedy zhruba dvojnásobnou rychlostí ve srovnání s celkovou inflací (za červen 6,2 % oproti celkové inflaci 2,9 %).

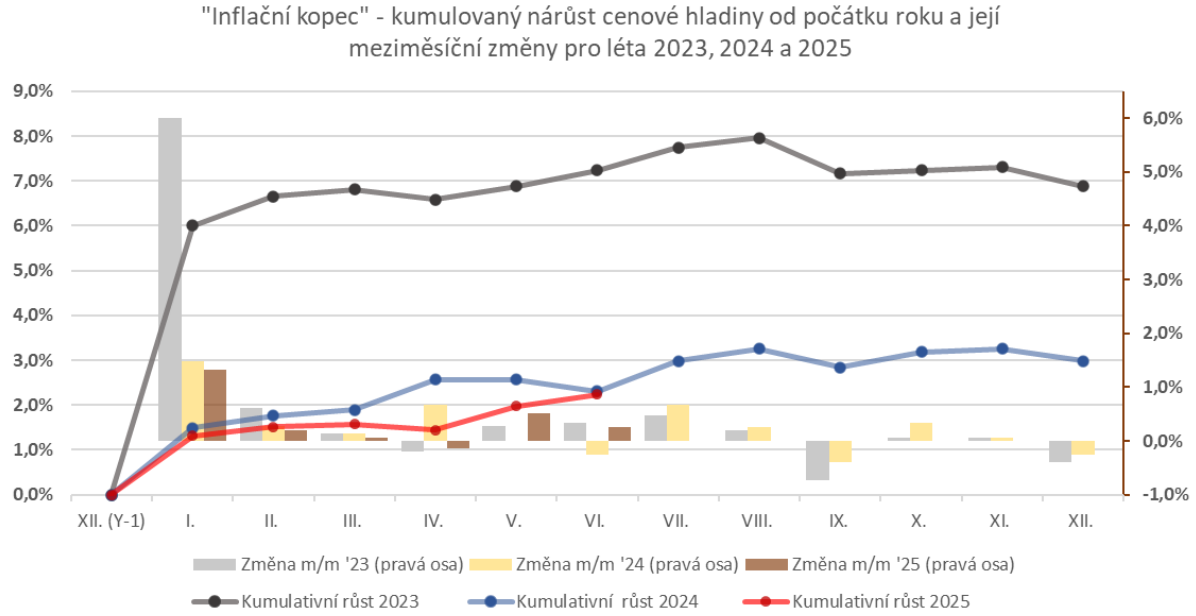
V naší lednové ekonomické poznámce – čímž vás zveme je sledovat – jsme se pokusili vymezit některé faktory, jež budou dle autorova mínění rozhodujícím způsobem spoluovlivňovat vývoj inflace a nastavení úrokových sazeb v České republice v letošním roce. Neuběhlo ani čtvrt roku a všechny tři se projevily v plné parádě. Bohužel. Zmínili jsme tehdy:

- Lednové inflační číslo – ačkoliv u některých položek (nájemné, ceny energií,...) je zvykem měnit ceny pololetně či čtvrtletně, v ČR se obchodníci snaží vnutit spotřebitelům představu, že i u běžných položek, u nichž se ceny mění průběžně, má v lednu nastávat jakési „přecenění"; faktem je, že v posledních třech letech je podstatná část celoročního růstu cen soustředěna právě do ledna (viz obr. 5) a letošek bohužel není výjimkou;
- Vývoj cen potravin – z tlumiče inflace jejím tahounem, jak jsme psali výše;
- „The Trump Factor" aneb čeho všeho se lze nadít od nové americké administrativy.

Lednová inflace nepříjemně překvapila. Při absenci skokového růstu cen komoditní složky energií (případ r. 2023) i regulovaných cen, hlavně poplatků za distribuci energií (jako v r. 2024) **autor choval naději, že lednový** „cenový skok", tedy **meziměsíční růst cenové hladiny, tentokrát zůstane znatelně pod 1 %. Bohužel nestalo se, domácí oligopolisté opět „ukázali svaly" a důsledkem byl skoro stejný meziměsíční nárůst jako vloni (1,3 % oproti 1,5 % v lednu 2024)**, viz obr. 5. Na vině bylo zejména více než 3% zdražení kategorie potravin a nealkoholických nápojů a také růst cen v kategorii alkoholických nápojů a tabáku přesahující 4 %; ten jde ovšem na vrub tradičního zvýšení spotřební daně od Nového roku. U obou komponent v prosinci ceny klesaly, určitý nárůst se dal tedy očekávat. Jelikož celková váha zmíněných kategorií ve spotřebním koši v součtu činí 26,2 %, dopad do celkové inflace byl výrazný. Uvedený vývoj jsme podrobně komentovali v únoru.

Význam ledna pro celoroční růst cenové hladiny dobře ilustruje „Inflační kopec", což je graf kumulovaného růstu cenové hladiny v rámci jednoho roku oproti její úrovni z předchozího prosince, tedy vůči neměnné základně. Lednový nárůst o 1,3 % proto vyčerpal téměř 2/3 z „povoleného limitu", pokud budeme předpokládat, že do prosince by měla cenová hladina vzrůst nanejvýš o 2 %, aby byl dodržen inflační cíl ČNB.

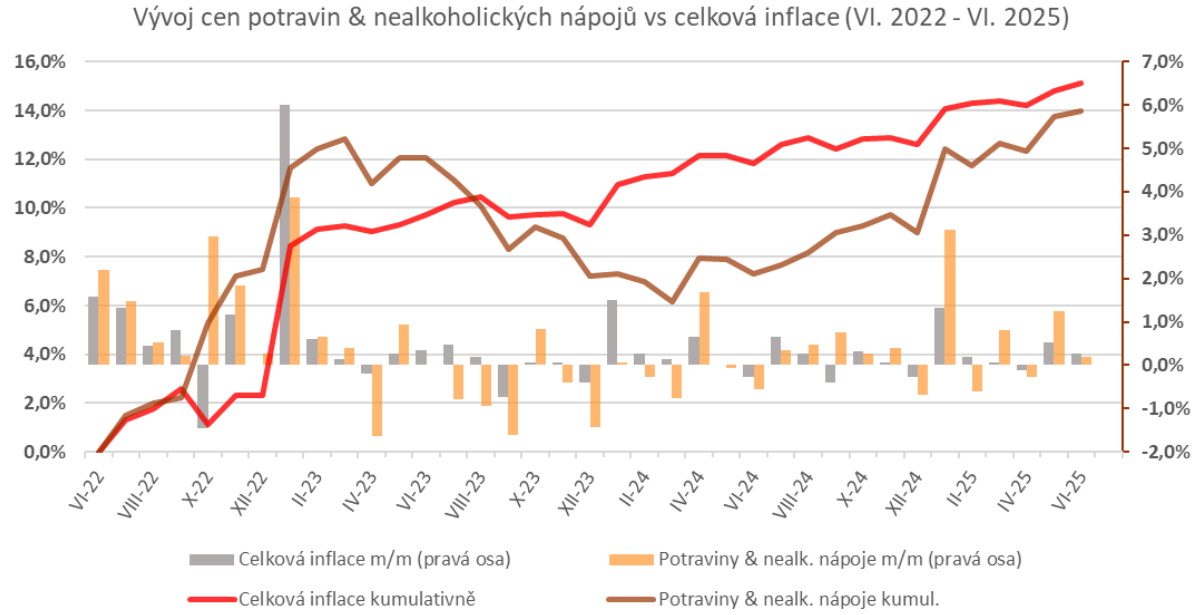
[7] Průměrná míra inflace porovnává průměr hodnot indexu spotřebitelských cen za posledních 12 měsíců s průměrem za předchozích 12 měsíců. Jinými slovy průměrnou úroveň cenové hladiny v posledních 12 měsících s průměrnou cenovou hladinou v předchozích 12 měsících. Na rozdíl od „bodových" údajů za jednotlivé měsíce bere v úvahu celoroční vývoj a proto se používá pro výpočet valorizací pravidelných měsíčních peněžních toků, jako kupř. starobních penzí či smluvního nájemného.



Obr. 5: Kumulativní vývoj cenové hladiny v rámci zvolených let; zdroj: Český statistický úřad, vlastní výpočty

U cen potravin, jak se zdá, **se v našich krajích projevuje** fenomén, jenž lze nazvat **„český nákladový paradox“** spočívající v tom, že **na ceny má** – alespoň dle zemědělců a potravinářů – **převládající vliv vždy ten ze vstupů, jehož cena právě roste.** Vzpomeňme na dobu, kdy byla Evropa zaplavena levným ukrajinským obilím a olejninami, což se do cen promítlo jen málo kvůli vysokým cenám energií (mj. s velkým dopadem na ceny umělých hnojiv) jež údajně neumožnily výraznější přenos poklesu cen agrárních komodit do cen pro spotřebitele. Jakmile je ale cena zemědělských komodit (jako nyní) na vzestupu, spotřebitel to pocítí vždy bez ohledu na to, že ceny ropy a zemního plynu v mezidobí citelně poklesly...

Kategorie potravin a nealkoholických nápojů, jak jsme již uvedli, v současnosti roste meziročním tempem 4 – 6 %, tedy zhruba dvojnásobným v porovnání s celkovou inflací. **Jarní prognóza ČNB předpokládá**, že se **tempo růstu cen potravin kolem 4 %** udrží **po celou druhou polovinu roku** a okolo 3 % přetrvá i v 1. čtvrtletí 2026. Teprve ve 3. čtvrtletí příštího roku by mělo klesnout ke 2 %.



Obr. 6: Vývoj cen potravin za uplynulých 36 měsíců v porovnání s celkovou inflací; zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty

V letošním roce přitom ceny potravin sledují zajímavý vzorec – v lichých měsících rostou rychleji než inflace, zatímco v sudých buďto klesají anebo alespoň za celkovou inflací zaostávají (srovnejme oranžový vs. šedý sloupec).

Prezident Trump v prvních měsících svého druhého funkčního období rozhodně nezklamal ty, kteří od něj čekali razantní, avšak málo promyšlené kroky a silácké výroky směrem k zahraničním partnerům. Kanada jako 51. stát Unie či vidina americké suverenity nad Grónskem mu vysloužily nehynoucí „popularitu" v těchto zemích i v Dánsku a americkým hokejovým týmům do té doby neslýchaný pískot při americké hymně před zápasy NHL hranými na kanadské půdě. Z ekonomického pohledu bude významné rozuzlení příběhu kolem cel, jež byla poprvé oznámena 2. dubna na tiskové konferenci v Růžové zahradě Bílého domu. Jelikož zmíněný příběh měl od té doby několik zápletek a na konečné rozuzlení se prozatím čeká[8], odkážeme na náš dubnový komentář ke clům obecně a jejich dopadu na mezinárodní obchodní vztahy. Zhroucení dosavadního řádu v mezinárodním obchodě vedlo řadu institucí ke snížení odhadů hospodářského růstu v letošním a příštím roce. Mezinárodní měnový fond, který koncem července zveřejnil aktualizaci svého ekonomického výhledu, sice mírně navýšil odhady růstu oproti dubnové edici s odkazem na očekávanou nižší průměrnou hladinu cel, než jak byla zveřejněna v dubnu, slabší dolar a fiskální stimuly v některých ekonomických „těžkých vahách"; v porovnání s lednovým výhledem, jak ukazuje tabulka, jsou však odhady růstu HDP vesměs nižší.

Tabulka 1: Odhady Mezinárodního měnového fondu – růst reálného HDP (%) hlavních světových ekonomik

	2024	2025F		2026F	
		07/2025	Změna*	07/2025	Změna*
Světový výstup	**3,3**	**3,0**	**-0,3**	**3,1**	**-0,2**
Vyspělé ekonomiky	**1,8**	**1,5**	**-0,4**	**1,6**	**-0,2**
USA	2,8	1,9	-0,8	2,0	-0,1
EMU ("eurozóna")	0,9	1,0	0,0	1,2	-0,2
- Německo	-0,2	0,1	-0,2	0,9	-0,2
- Francie	1,1	0,6	-0,2	1,0	-0,1
- Itálie	0,7	0,5	-0,2	0,8	-0,1
- Španělsko	3,2	2,5	0,2	1,8	0,0
Japonsko	0,2	0,7	-0,4	0,5	-0,3
Spojené království	1,1	1,2	-0,4	1,4	-0,1
Kanada	1,6	1,6	-0,4	1,9	-0,1
Ostatní vyspělé ekonomiky	2,2	1,6	-0,5	2,1	-0,2
"Emerging Markets" & rozvojové ekonomiky	**4,3**	**4,1**	**-0,1**	**4,0**	**-0,3**
Emerging & Developing Asia	5,3	5,1	0,0	4,7	-0,8
- Čína	5,0	4,8	0,2	4,2	-0,3
- Indie	6,5	6,4	-0,1	6,4	-0,1
Latinská Amerika	2,4	2,2	-0,3	2,4	-0,3
- Brazílie	3,4	2,3	0,1	2,1	-0,1
- Mexiko	1,4	0,2	-1,2	1,4	-0,6

**Změna vůči odhadům z ledna 2025; zdroj: Mezinárodní měnový fond: „World Economic Outlook Update, July 2025";*

Čtenář nechť si povšimne krom samotných USA zejména propadu odhadů růstu u Mexika, Británie a Kanady a na druhou stranu navýšení odhadu pro Čínu v příštím roce. Brazílie se podle nás dočká revize směrem dolů kvůli 50% clům.

Očekávaný vývoj české ekonomiky; kde vidí ČNB rizika dezinflačního procesu?

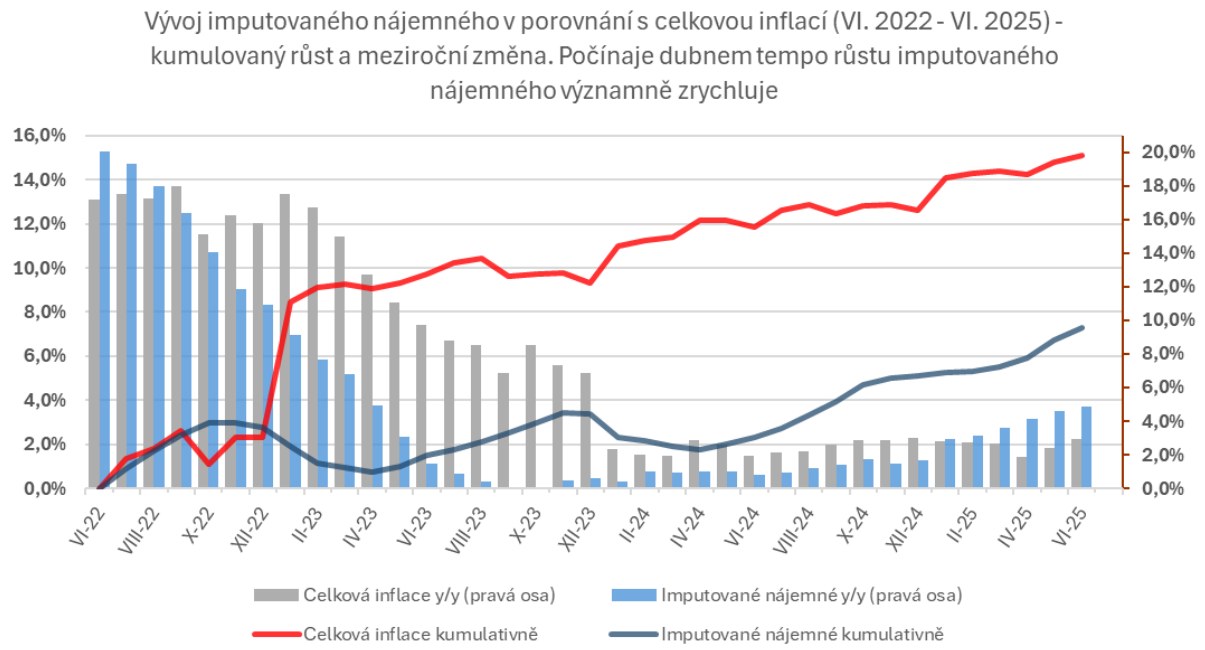
Dle jarní makroekonomické prognózy ČNB by tempo růstu HDP mělo v letošním roce dosáhnout 2,0 % (skutečnost ve Q1: 2,4 % po červnové revizi) a v příštím roce zrychlit na 2,1 %. Tahounem růstu by měla být především spotřeba domácností (předpokládán cca 3,4% meziroční růst; skutečnost ve Q1: 2,4 % dle červnových dat) a také firemní investice; v rámci investic (tvorby hrubého kapitálu) by sice tvorba fixního kapitálu měla zůstat meziročně záporná, avšak

[8] Podle zpráv z 27. července 2025 mělo dojít k dohodě, podle které budou exporty z Evropské unie do USA včetně automobilů zatíženy 15% clem. Z této sazby budou vyňaty některé položky, naopak na ocel a hliník se má uplatnit clo ve výši 50 %. Od 1. srpna pak budou uvalena cla v různé výši na řadu dalších zemí, s nimiž dosud nedošlo k uzavření dohody; platnost cel pro Mexiko je odložena o 90 dní.

do plusu je převáží kladná změna stavu zásob. V posledním čtvrtletí roku by se pak do kladných hodnot měly podle ČNB[9] přehoupnout i fixní investice. Čistý export by měl k růstu HDP letos přispívat záporně.

V roce 2026 by podle ČNB měla ekonomika růst podobným tempem (2,1 %), avšak struktura růstu by se měla mírně změnit; tempo růstu spotřeby domácností by mělo zpomalit ke 2,6 %, zatímco se zvýší příspěvek soukromých investic, když tvorba fixního kapitálu si zachová kladnou dynamiku ze Q4 2025 a podle prognózy se začne postupně zmírňovat záporný příspěvek čistého exportu (tj. dosavadní přebytek dovozů nad vývozy), aby se ve Q4 2026 překlopil do plusu.

Průměrná míra inflace by se podle ČNB měla letos pohybovat kolem 2,5 %, tedy velmi mírně nad průměrnou hodnotou za loňský rok (2,4 %), a příští rok sestoupit do blízkosti inflačního cíle (2,2 %). Letošní inflaci bude nadále tlačit vzhůru růst cen potravin, kde se podle ČNB udrží tempo okolo 4 % po zbytek roku a začne se zmírňovat ke 2 % ve Q2 2026. Dále pak zvýšené tempo růstu cen tržních služeb tažených imputovaným nájemným[10], v němž se projevuje růst cen nových nemovitostí a které by podle prognózy mělo v druhé polovině roku dosáhnout cca 5 %. (Imputované nájemné za bydlení, ač za uplynulé tři roky vzrostlo kumulativně jen cca o polovinu toho, co celková inflace, od dubna významně zrychlilo tempo svého růstu – viz obr. 7 a strmost modré křivky počínaje dubnem.) V důsledku toho by průměrná jádrová inflace v letošním roce měla dosáhnout 2,7 % oproti 2,5 % loni. Naopak ve směru nižší inflace budou působit nižší ceny motorových paliv, což by mělo pokračovat i v roce 2026.



Obr. 7: Vývoj imputovaného nájemného za bydlení za uplynulých 36 měsíců v porovnání s celkovou inflací; zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty

Za překonaný lze považovat centrální bankou předpokládaný vývoj měnového kurzu koruny, která měla vůči € v průběhu roku oslabovat až k úrovni 25,30 Kč/€ na jeho konci. Jarní prognózu nicméně brzy nahradí nová, kterou by ČNB měla zveřejnit cca v polovině srpna, a která by měla odrážet jak dosavadní vývoj měnových kurzů a úrokových sazeb, tak i první odhad dopadu zavedení Trumpových cel na evropské zboží.

Kde tedy ČNB vidí rizika pro další pokles inflace k deklarovanému 2% cíli, a potažmo faktory určující další nastavení úrokových sazeb? Základní motto vyjádřené slovy guvernéra A. Michla a opakující se v zápisech z jednání bankovní rady zní: je třeba zůstat jestřáby[11], tedy udržovat restriktivní měnovou politiku, neboť souboj s inflací neskončil. Je nutno brzdit růst množství peněz v oběhu (tedy nadměrnou úvěrovou expanzi v soukromém sektoru a přetrvávající schodky

[9] Viz ČNB: „Zpráva o měnové politice – jaro 2025“, kde lze najít podrobný komentář k jarní prognóze.
[10] Imputované nájemné za bydlení vyjadřuje náklady vlastnického bydlení, tedy odráží vývoj cen nemovitostí.
[11] Ve finanční hantýrce „jestřáb“ (hawk) = příznivec vyššího nastavení úrokových sazeb; jeho opakem je „holubice“ (dove).

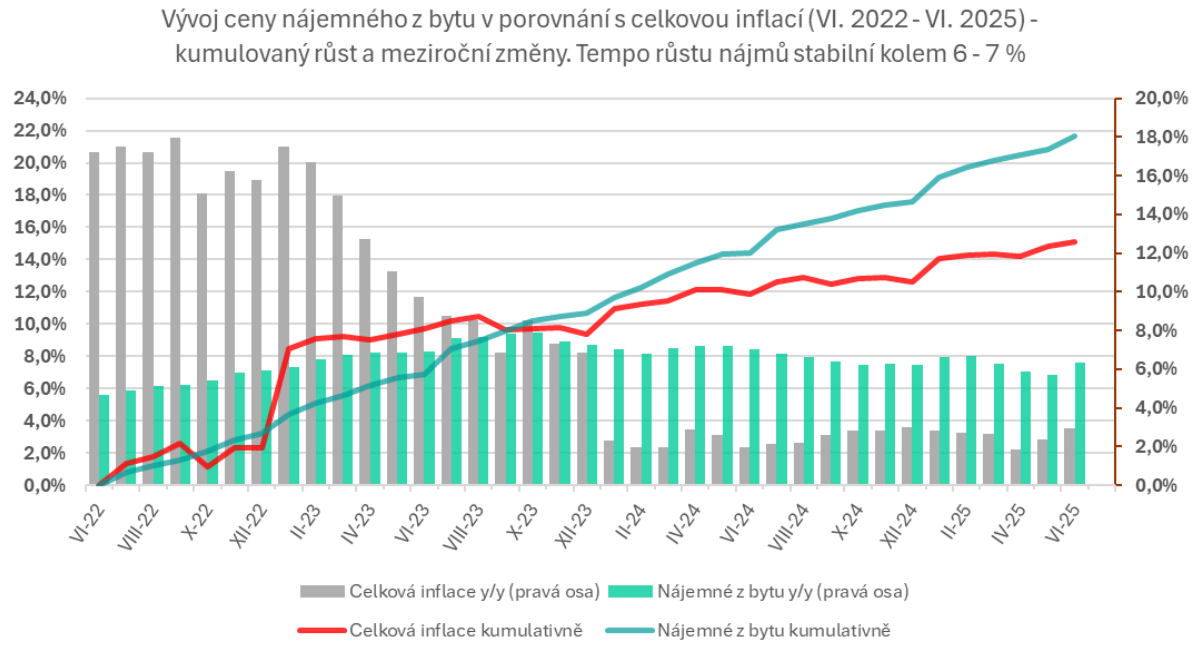
veřejných financí) a upozorňovat na riziko nadměrného růstu cen nemovitostí. Podle prohlášení po červnovém měnovém zasedání hodnotí bankovní rada rizika plnění inflačního cíle v souhrnu jako proinflační a řadí mezi ně:

- Setrvačnost růstu cen služeb včetně imputovaného nájemného;
- Růst cen potravin;
- Rychlejší růst objemu peněz v ekonomice z titulu výraznějšího než očekávaného růstu úvěrové aktivity, zejména díky úvěrům na bydlení;
- Proinflační působení případných zvýšených výdajů veřejných rozpočtů;
- Svižné tempo růstu mezd a přetrvávající napětí na trhu práce.

Zvyšování bariér pro mezinárodní obchod – tedy Trumpova cla – je rizikem ve smyslu zpomalení globální hospodářské aktivity (a tedy by mělo působit protiinflačně). Podle bankovní rady však „...jeho dopad, zvláště v delším časovém horizontu, není jednoznačný." Zde ostře nesouhlasíme, neboť spolu s poklesem růstu HDP předpokládáme snahu výrobců umístit část americkými cly zasaženého zboží v Evropě, Japonsku, Kanadě a dalších zemích oddaných víceméně volnému obchodu. **Zpomalení růstu HDP a intenzivnější snahu výrobců z jiných částí světa o umístění zboží na evropském trhu vidíme jako jednoznačně protiinflační faktory.**

Z dalších zajímavých výroků, jež zazněly na červnovém měnověpolitickém jednání, vybíráme:

- Nastavení měnových podmínek je již jen mírně restriktivní, a to díky měnovému kurzu (J. Kubíček);
- Současná kombinace úrokových sazeb a měnového kurzu je již zhruba neutrální, avšak pro různé segmenty ekonomiky může být vhodné mírně odlišné nastavení sazeb (J. Frait);
- Dezinflace jádrové složky inflace se nejenže zastavila, nýbrž v některých odvětvích služeb opět zrychluje (J. Seidler, E. Zamrazilová; J. Kubíček);
- Díky utlumenému výkonu průmyslu a dosud i spotřebě domácností může v případě globálního ochlazení převážit protiinflační vývoj a otevřít tak prostor pro další snižování sazeb (J. Procházka, J. Frait);
- Růst cen nemovitostí je důsledkem strukturálních problémů, jež měnová politika stěží může vyřešit; to by měl být úkol vlády, jež na to má vhodné nástroje (shoda všech);
- Vysoký strukturální deficit veřejných financí je další proinflační faktor; nebude-li klesat, je to důvod pro udržování sazeb na vyšší úrovni (E. Zamrazilová).



Obr. 8: Vývoj nájemného z bytu za uplynulých 36 měsíců v porovnání s celkovou inflací; zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty

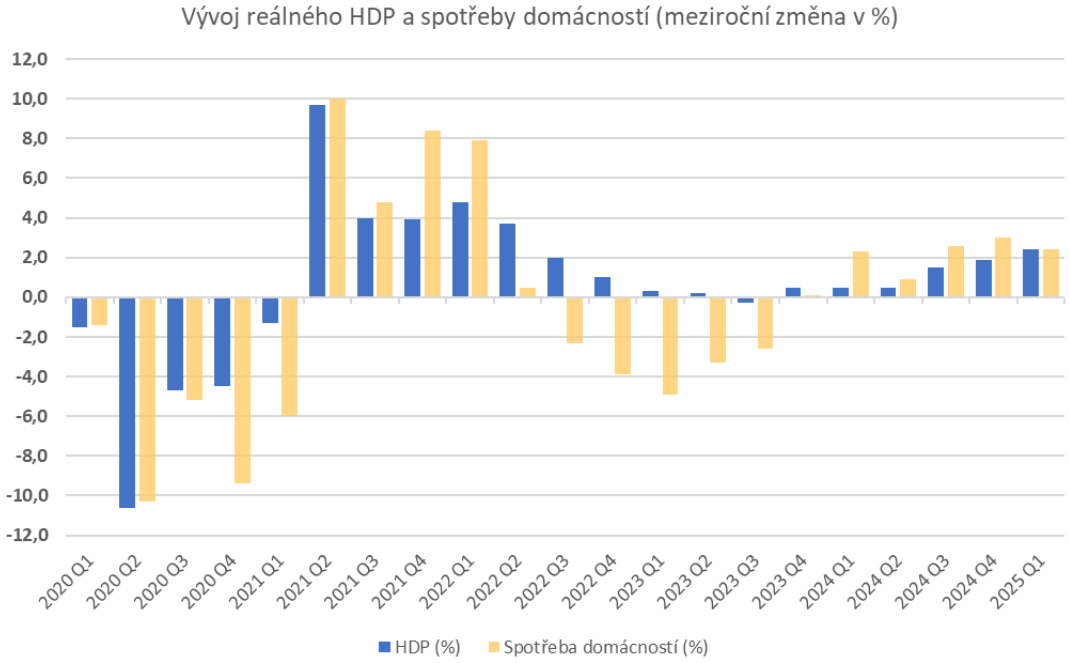
Náš pohled aneb co bychom v otázkách měnové politiky poradili ČNB?

Nesedíme sice za kniplem letounu měnové politiky, nicméně trocha toho sebevědomí nám nechybí a ČNB je koneckonců veřejná instituce. Zde je tedy několik našich postřehů a snad i doporučení pro ctěnou bankovní radu ČNB:

1. **Horizont měnové politiky** – kdo sleduje materiály ČNB či naše ekonomické poznámky, ví, že mezi přijetím rozhodnutí o úrokových sazbách a jeho plným projevením se v ekonomice uplyne cca 12 – 15 měsíců (tzv. transmisní zpoždění). **Podle našeho názoru** je **ČNB** příliš fixována na současný stav ekonomiky a stávající proinflační faktory (které bezesporu existují), avšak **málo hledí vpřed, tj. nepřikládá velkou váhu pravděpodobnému zpomalení evropských ekonomik v příštím roce** v důsledku Trumpových cel, **ani zvýšené snaze zejména asijských výrobců,** jak očekáváme, **umístit své zboží na trzích mimo USA a z toho plynoucím protiinflačním tlakům.**
2. **Stávající nastavení úrokových sazeb je jednoznačně restriktivní. Bez přívlastků.** Rozdíl mezi současnou hodnotou dvoutýdenní repo sazby (3,50 %) a posledním inflačním číslem (2,9 % v červnu) je sice jen 60 bazických bodů, nicméně **úroveň reálných úrokových sazeb stojí výrazně nad 1 %**. Jednoletý PRIBOR byl koncem července na 3,47 % a předpokládaná inflace by na základě prognózy ČNB v příštích 12 měsících mohla dosáhnout, řekněme, 2,3 %. Rozpětí (spread) mezi oběma hodnotami je 1,17 % a **očekávaná 1letá reálná úroková sazba[12] tak činí 1,14 % p. a. Pro srovnání, základní sazba ECB s účinností od 11. června činí 2,00 %, červnová inflace v eurozóně dosáhla 2,0 % a v příštím roce by se podle ECB měla v průměru pohybovat kolem 1,6 %. Jednoletý EURIBOR**, tedy úroková sazba na mezibankovním trhu, od které se odvíjí úročení řady komerčních úvěrů, **stál koncem července na 2,13 %, tedy** jen 13 bps nad úrovní historické a **cca 33 bps nad hodnotou očekávané inflace za příštích 12 měsíců[13]. To implikuje 1letou reálnou úrokovou sazbu v € cca 0,32 % p. a.**, tedy méně než třetinovou v porovnání s Českou republikou. Důsledkem otálení ČNB se snižováním sazeb je pak rostoucí podíl úvěrů nefinančním podnikům poskytovaných v cizí měně, jenž se v současnosti pohybuje kolem 52 %[14]. Kdo tedy může, utíká do € (a platí cca o 1 % p. a. nižší úroky), čímž se zároveň podrývá báze pro působení domácí měnové politiky (tj. subjekt financující se v cizí měně je pak „imunní“ vůči rozhodnutím ČNB o nastavení sazeb).
3. **Růst cen potravin vč. alkoholických nápojů a tabáku je relevantní proinflační faktor**, avšak zároveň také typická nejádrová položka. Ceny potravin jsou z podstaty volatilní (sezónně kolísající) a výše úrokových sazeb na ně nemá téměř žádný vliv.
4. **Zvýšené tempo zdražování ve službách je relevantní argument. Velkou váhu představují zejména služby spojené s bydlením.** Růst cen nemovitostí má přímý dopad na imputované nájemné a zprostředkovaně na růst nájemného z bytu (viz obr. 7, 8). V součtu představuje váha těchto položek 13,7 % spotřebního koše (rozděleno cca 3:1 ve prospěch imputovaného nájemného). Nastavení krátkodobých úrokových sazeb se však do výše sazeb z hypoték promítá jen z menší části – viz obr. 2 a 3 dříve v textu. Naše vnímání trhu je, že jakmile bonitní zájemci o bydlení dospěli k názoru, že úrokové sazby v dohledné době významněji neklesnou, „uvolnila se stavidla“, tj. vrhli své úspory a vypůjčené zdroje na trh nemovitostí. Nedávný vývoj počtu nově poskytnutých hypoték to dobře ukazuje – viz obr. 1. Jak jsme uvedli dříve, **ČNB si je vědoma, že růst cen nemovitostí a neúměrně drahé bydlení ve vztahu k příjmům domácností jsou strukturálními problémy zejména strany nabídky a že centrální banka nemá nástroje** (na rozdíl od vlády)**, jak je vyřešit.** Jinými slovy **dopad změn krátkodobých úrokových sazeb na poptávku po úvěrech na bydlení je zprostředkovaný (tj. podmíněn mírou, v jaké se promítne do změn střednědobých sazeb) a poměrně omezený.** Centrální banka tak stojí před nelehkým rozhodováním, zda má kvůli zvýšenému tempu růstu cen položek, na něž má jen zprostředkovaný vliv, v zájmu dosažení inflačního cíle „zaškrtit“ jiné segmenty ekonomiky, které být zdrojem inflačních tlaků nemusí, avšak kde je dopad rozhodnutí o úrokových sazbách rychlý a bezprostřední. Typicky podnikové úvěry úročené proměnlivou sazbou navázanou na 3-, 6- či 12měsíční PRIBOR.
5. **Reálné mzdy sice rostou, avšak spotřeba domácností zůstává poměrně utlumená**. Po červnové revizi již nelze o spotřebě mluvit jako o „tahounu HDP“, neboť na rozdíl od čtyř předchozích čtvrtletí (viz obr. 9) obě položky ve Q1 2025 rostly shodným tempem 2,4 % (ČNB předpovídala růst reálné spotřeby domácností o 3,2 % ve Q1 a cca o 3,5 % za celý rok). Současná inflace tedy nemá poptávkový charakter a „mzdově-cenová spirála“, kterou zde někteří straší bezmála už tři roky, se prozatím nezhmotňuje ani náznakem.

---

[12] Reálnou úrokovou sazbu získáme diskontováním nominální úrokové sazby faktorem vyjadřujícím očekávanou inflaci za dané období („deflováním“); v našem případě tedy 1,0347/1,023 – 1 = 1,0114 – 1 = 1,14 %.
[13] Uvažujeme střed intervalu mezi posledním inflačním číslem (2,0 %) a očekávaným průměrem pro r. 2026 (1,6 %), tedy 1,8 %.
[14] Viz ČNB: „Zpráva o měnové politice – jaro 2025“, str. 32.

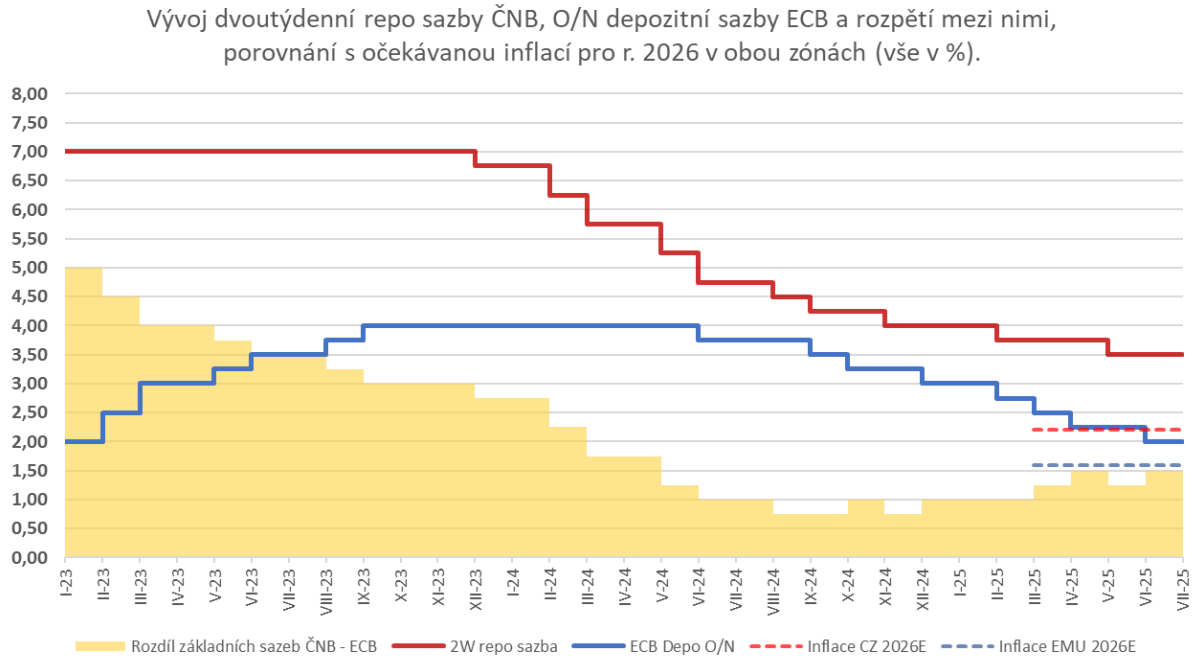


Obr. 9: Porovnání vývoje reálného HDP a reálných výdajů na konečnou spotřebu domácností; zdroj: ČSÚ

6. **Dopad Trumpových cel na Evropu přinese „nezlepšení" (ne-li zhoršení) podnikatelské důvěry a nejspíš i té spotřebitelské.** Na konci července se zdá, že bylo dosaženo „nejméně špatné dohody" mezi EU a USA, na základě níž se na evropské zboží vyvážené do USA uplatní 15% clo, přičemž budou existovat výjimky a na hliník a ocel zůstane v platnosti sazba 50 %. Detaily prozatím nejsou známy jako ani to, kdo přiměje evropské firmy investovat v USA oněch 600 mld. dolarů do konce Trumpova volebního období, o nichž se v souvislosti s dohodou mluví. **Náš odhad je spíše pesimistický;** nevěříme tomu, že by se evropští vývozci masivně chystali přesouvat výrobu do USA, **neboť není jisté,** kdy se americký prezident probudí s další pomatenou ideou typu „Evropská unie byla založena jen proto, aby okrádala Spojené státy" a tedy **jaká bude „životnost" této dohody.** Nehledě na to, že v americkém průmyslu jej již nyní téměř 500 tis. volných míst, jež se nedaří obsadit. **Obáváme se tedy slabšího růstu napříč Evropou, než čekají některé instituce, a to zejména z titulu nižších firemních investic** (do fixního kapitálu i zásob) **a objemu exportů. Firmy podle nás budou s investičními výdaji váhat i proto, aby vyhodnotily elasticitu poptávky amerického spotřebitele** (tedy o kolik % poptávka poklesne v poměru k navýšení ceny kvůli promítnutí uvalených cel) **a ujasnily si, jak nastavit cenovou politiku. Pomalejší růst HDP v EMU i v ČR bude působit protiinflačně.**
7. **Obavy z „narušení dodavatelských řetězců" jsou liché** – jsme přesvědčeni, že Evropa se nemíní „střelit do nohy" jako USA; zavedení Trumpových cel podle nás povede ke zintenzivnění obchodu mezi EU, Kanadou, Japonskem, Koreou, Latinskou Amerikou a jihovýchodní Asií včetně Číny, nikoliv ke scénáři vztyčování obchodních bariér vedoucímu k poklesu globální produktivity a faktickému posunu ke stagflaci (tedy zpomalení hospodářského růstu doprovázenému zvýšenou inflací), což ČNB zmiňuje také jako jedno z rizik. **Jsme naopak přesvědčeni, že zejména asijští výrobci se budou výpadky prodejů v USA snažit kompenzovat zvýšením objemů zboží umísťovaného v Evropě a dalších regionech.** Dopad amerických cel tedy bude jednoznačně protiinflační.
8. **Protiinflační působení silné koruny.** Předpovídat měnové kurzy je disciplína nesmírně obtížná, ne-li nemožná; fakt je, že koruna se oproti prognózám ČNB vydala opačným směrem. V minulých dvou se ČNB držela scénáře oslabující Kč, a to na úrovně kolem 25,30 Kč/€ na konci roku a 25,40 Kč/€ v roce příštím. Koruna namísto toho v červenci prorazila hranici 24,60 Kč/€, o posílení vůči USD ani nemluvě. Svou roli zde ovšem sehrál i širší úrokový diferenciál vůči sazbám v €, neboť bankovní rada snižovala úrokové sazby pomaleji oproti předpokladům prognózy.

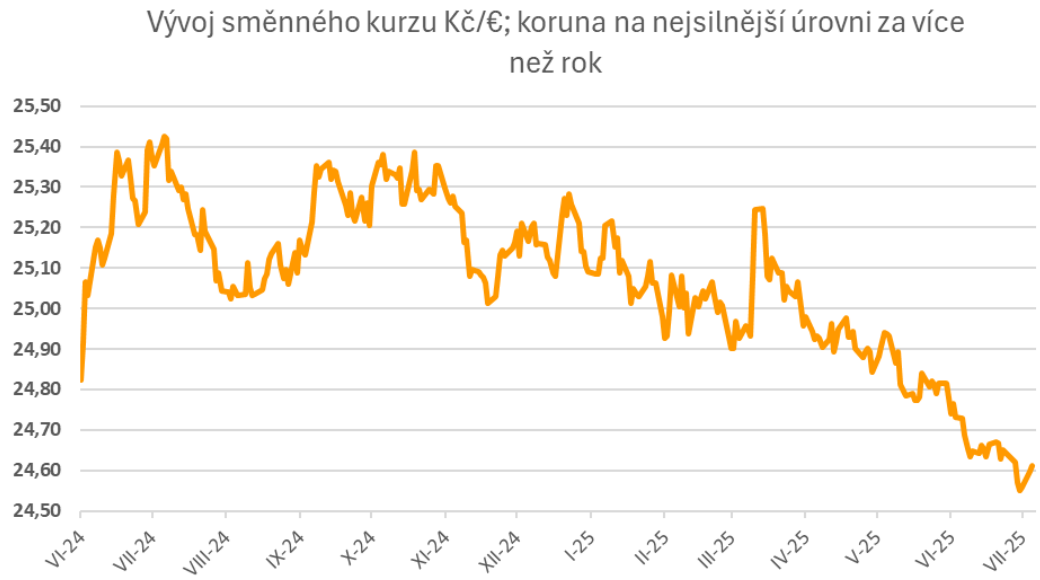
Náš celkový závěr: ukazuje-li poslední prognóza ČNB, že ve Q3 – Q4 2026 (tj. na horizontu měnové politiky) bude meziroční inflace dosahovat hodnot kolem 2,1%, tedy jen lehce nad inflačním cílem, viděli bychom jako adekvátní nastavení dvoutýdenní repo sazby ve Q3 – Q4 letošního roku na úrovni 2,75 – 3,00 %, nikoliv současných 3,50 %.

Na dokreslení našich tvrzení připojíme pár grafů. Obrázek 10 ukazuje vývoj dvoutýdenní repo sazby určované ČNB a základní sazby v EMU, kterou je v případě ECB overnight („přes noc“) depozitní sazba. Po červnovém snížení úrokových sazeb Evropskou centrální bankou se jejich diferenciál dostal na více než rok nevídaných 150 bazických bodů (1,5 procentního bodu), což spolu s „jestřábí“ rétorikou představitelů ČNB přispělo k posílení koruny. Přerušovanou čarou je naznačena předpokládaná úroveň inflace očekávaná příslušnou centrální bankou pro příští rok, jehož 3. a 4. čtvrtletí, jak již víme, představuje horizont měnové politiky (viz předchozí bod 1 této pasáže):



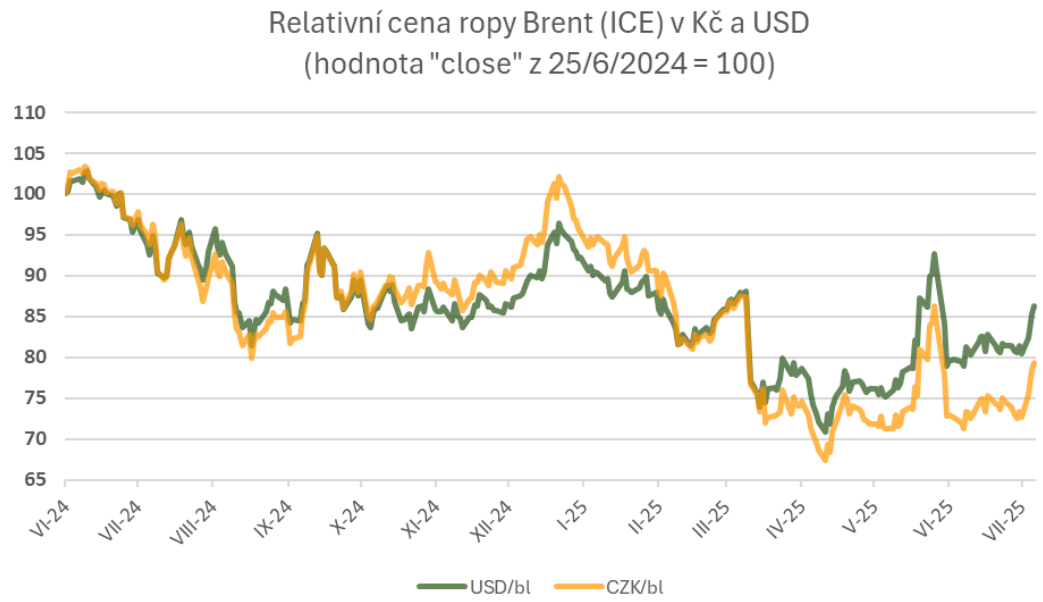
Obr. 10: Vývoj základních sazeb vyhlašovaných ČNB a ECB a diferenciál mezi nimi. Naznačena je i inflace očekávaná každou z centrálních bank pro rok 2026 v příslušné ekonomické zóně. Zdroj: ČNB, ECB

Je dobře patrné, že rozdíl mezi nastavením základní sazby ČNB a očekávanou inflací v příštím roce (3,50 % - 2,2 % = 1,30 % = 130 bps) je více než trojnásobný oproti stejnému ukazateli pro ECB (2,00 % - 1,6 % = 40 bps).



Obr. 11: Vývoj směnného kurzu Kč/€ od června 2024. Zdroj: LSEG prostřednictvím Reuters.com

Koruna se nacházela koncem července na nejsilnější úrovni vůči € od června 2024 (obr. 11). Dopad posilující koruny na ceny energií/vstupů průmyslové výroby (v tomto případě spíše vliv oslabení dolaru) pak ilustruje následující obr. 12, kde je zobrazen vývoj ceny ropy vzhledem k závěrečné ceně kontraktu z 25/6/2024 jednak v původní měně (USD) a jednak po přepočtu do korun. Je dobře patrné, že vůči výchozí hodnotě do konce července 2025 cena ropy oslabila cca o 14 %, přičemž po přepočtu do korun to bylo ještě o polovinu více, tedy o 21 %:



Obr. 12: Vývoj ceny ropy v relaci k ceně z 25/6/2024, v USD za barel a po přepočtu do Kč/barel. Výchozí hodnoty činily 85,01 USD/bl a 23,168 Kč/USD. Zdroj: LSEG skrze Reuters.com

Dezinflace a „stezka" budoucích úrokových sazeb (I) – kde se nachází jejich neutrální úroveň?

Jakmile jednou – věřme, že dříve než později – tempo růstu spotřebitelských cen v České republice „dosedne" na 2% inflační cíl a v dohledu nebudou žádné výrazné proinflační impulzy a zároveň ani ekonomice nebude hrozit stagnace či recese, krátkodobé úrokové sazby by se měly ustálit na tzv. neutrální úrovni. **Za neutrální úroveň bývá považována taková hladina krátkodobých sazeb, která je konzistentní s udržováním inflace blízko cíle a zároveň ekonomiku zbytečně nebrzdí, ale ani nestimuluje.** Jak je patrné, je to dosti teoretický koncept a tato „neutrální úroveň" úrokových sazeb bývá ekonomy často „odhalena" spíše až ex-post, než abychom ji přesně dokázali určit dopředu. **Je to** nicméně **koncept důležitý, neboť představuje „konečnou stanici" ideálního dezinflačního procesu, tj. cílovou úroveň krátkodobých úrokových sazeb poté, co inflace klesla k cíli a ekonomika operuje poblíž svého potenciálního produktu.**

Téma jsme zběžně nakousli již v naší květnové poznámce, kde jsme také uvedli, že Evropská centrální banka (která má shodný 2% inflační cíl jako ČNB) za neutrální úroveň své základní sazby považuje rozmezí 1,75 – 2,25 % p. a. **Z vyjádření některých členů bankovní rady ČNB plyne, že za neutrální úroveň dvoutýdenní repo sazby nicméně považují hodnoty blízké současným 3,50 % p. a.** (jako třeba J. Frait na červnovém jednání bankovní rady). **Z takových výroků nás upřímně obchází hrůza. Neutrální úroveň úrokových sazeb kolem 3,5 % a více si lze jistě představit v „tygřích ekonomikách" rostoucích více než 5% tempem,** kam se valí každoročně stamiliardy přímých zahraničních investic a procházejících rychlou transformací, modernizací či technologickou revolucí uvolňující pracovní sílu z modernizovaných odvětví (kupř. zemědělství) a umožňující její masivní přesun do oborů a odvětví nově vznikajících či rychle rostoucích. **Nikoliv však v ekonomice zažívající už několik let růst spíše chudokrevný, pokud vůbec, trpící stárnutím a nebýt migrace, také poklesem populace,** a kam pokud vysoce kvalifikovaní pracovníci ze zahraničí přijdou, tak kvůli nízkým mzdám a předraženému bydlení zase brzy odcházejí.

Ekonomika jistě může operovat s vyšší úrovní úrokových sazeb, než by bylo záhodno, avšak nese to s sebou náklady. Investice, které by se bývaly byly při nižší úrovni sazeb uskutečnily, se nezrealizují, neboť kvůli vysokým úrokovým nákladům nedosáhnou požadované rentability. Projekty, které se přesto uskuteční, přinesou podnikatelům nižší cash

flows, než by byla dosažena při adekvátním nastavení sazeb, protože větší část peněžních toků bude nasměřována k jejich věřitelům. **Nepřiměřeně vysoká úroveň úrokových sazeb tedy pro ekonomiku znamená pomalejší růst a mezi podnikatelskými subjekty „nezasloužený“ přesun části vytvořené hodnoty od nefinančního sektoru k finančnímu.**

Samotná ČNB (resp. její analytici) se tématem neutrální úrovně krátkodobých sazeb zabývali v textu věnovaném rovnovážné reálné úrokové míře (RRUM). Rovnovážná reálná úroková míra je krátkodobá reálná úroková míra konzistentní s plněním inflačního cíle, při níž je výkon ekonomiky na potenciálu (což znamená, že plně využívá své kapacity, avšak nepřehřívá se). Sděluje nám tedy v podstatě stejnou informaci, jako neutrální úroková sazba, pouze s tím rozdílem, že zatímco neutrální úroková sazba se uvažuje jako nominální, RRUM je z definice očištěná o inflaci[15]. **Jelikož rovnovážnou reálnou úrokovou míru ČNB vidí na 1 %, pak při plnění 2% inflačního cíle by se neutrální krátkodobá úroková sazba měla pohybovat okolo 3 % p. a. Naše vidění ekonomiky je oproti ČNB posunuto „holubičím směrem“, tedy bližší názoru ECB, když úroveň krátkodobé reálné úrokové míry bychom v našich podmínkách viděli v rozmezí 0,40 – 0,80 %. Tomu by za předpokladu dosahování inflačního cíle odpovídala výše nominálních krátkodobých sazeb (kupř. 3měsíční PRIBOR) v intervalu 2,40 – 2,80 % p. a.**, úměrně čemuž by měla být nastavena i 2týdenní repo sazba.

Dezinflace a „stezka“ budoucích úrokových sazeb (II) – kam jsme se posunuli od loňska?

V investorském zpravodaji z loňského září jsme v tomto smyslu testovali konzistentnost předpovědi ČNB[16], nakolik je sada predikovaných 3měsíčních sazeb PRIBOR, tj. ona „stezka“ jejich dalšího vývoje, v souladu s očekávanými úrovněmi inflace. Náš tehdejší závěr byl, že vzhledem k tomu, jak nízkou inflaci pro rok 2025 tehdy ČNB očekávala (na či dokonce pod 2 % po většinu roku), je implikovaná reálná úroková sazba (tedy rozdíl 3M PRIBOR a inflace) příliš vysoká (1,6 – 2,1 %), viz purpurové hodnoty v posledním sloupci následující tabulky. Jak tedy můžeme hodnotit konzistentnost květnového výstupu predikčního modelu ČNB?

Tabulka 2: Cesta krátkodobých úrokových sazeb dle jednotlivých prognóz ČNB, implikovaná reálná úroková míra

	Celková inflace (y/y, %)			3M PRIBOR (%)			3M PRIBOR - Inflace (%)		
	květen '25	únor '25	srpen '24	květen '25	únor '25	srpen '24	květen '25	únor '25	srpen '24
Q1-24	2,10	2,10	2,10	6,22	6,22	6,22	4,12	4,12	4,12
Q2-24	2,50	2,50	2,50	5,25	5,25	5,25	2,75	2,75	2,75
Q3-24	2,33	2,33	2,04	4,44	4,44	4,61	2,11	2,11	2,57
Q4-24	2,87	2,87	2,32	3,99	3,99	4,43	1,13	1,13	**2,11**
Q1-25	2,73	2,58	2,19	3,78	3,55	4,17	1,05	0,98	**1,98**
Q2-25	2,38	2,23	1,75	3,20	3,22	3,86	0,82	**0,99**	**2,11**
Q3-25	2,47	2,39	1,90	2,96	3,15	3,67	**0,49**	**0,76**	**1,76**
Q4-25	2,42	2,40	2,00	2,86	3,10	3,59	**0,43**	**0,70**	**1,59**
Q1-26	2,30	2,24	1,92	2,78	2,98	3,53	**0,47**	**0,74**	**1,61**
Q2-26	2,21	2,15	2,01	2,76	2,89	3,36	**0,55**	**0,74**	1,36
Q3-26	2,10	2,00	2,09	2,83	2,85	3,16	**0,72**	**0,85**	1,06
Q4-26	2,06	1,99	2,15	2,92	2,91	3,06	**0,85**	**0,93**	0,91

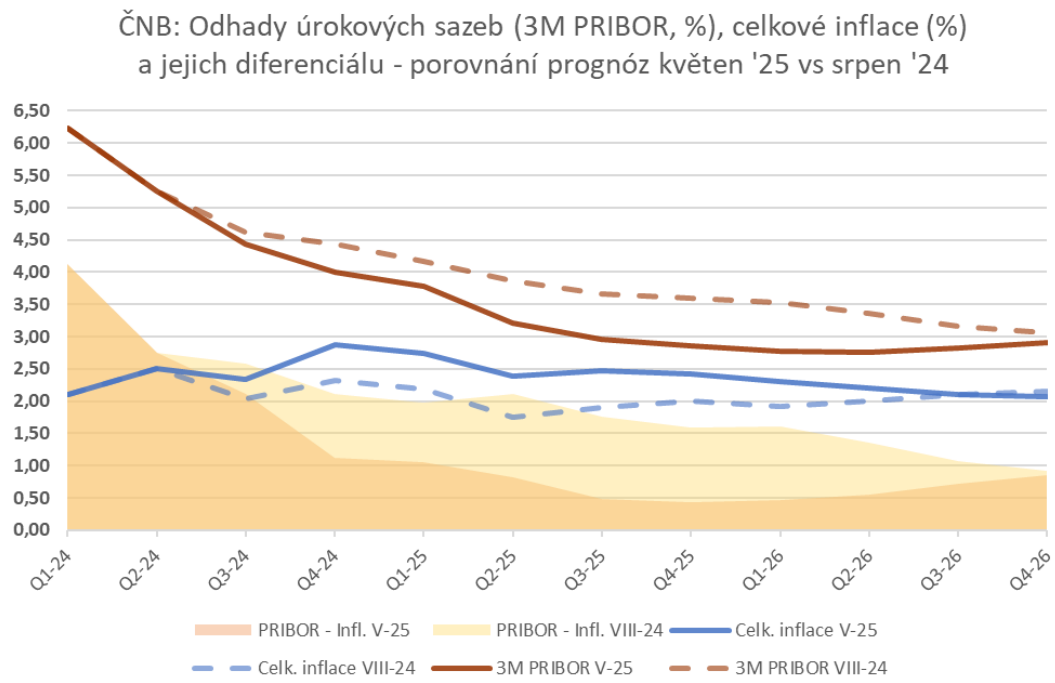
Zdroj: ČNB

Nevíme, zda se analytici měnové sekce ČNB nechali inspirovat naší loňskou kritikou[16]; každopádně lze konstatovat, že se jim podařilo vymanit z vlivu letního slunovratu a již loni na podzim svůj predikční model odladili tak, aby poskytoval mnohem konzistentnější výstup. Loňská listopadová prognóza (data nejsou v tabulce uvedena) proto ukázala mnohem rozumnější rozpětí mezi hodnotami očekávaných 3měsíčních sazeb PRIBOR a predikovanou inflací a totéž platí i pro prognózy z letošního února a května. **Podle květnové prognózy by měla inflace v období Q3 2025 – Q4 2026 postupně klesat z úrovní okolo 2,5 % až ke 2,1 % na horizontu měnové politiky, čemuž by měly odpovídat krátkodobé úrokové sazby kolem 3 %. Implikovaná reálná úroková míra[17] v rozmezí 0,5 – 0,9 % p. a.** (modře vyznačené cifry) **tak dle našeho názoru dosahuje „rozumných hodnot“** blízkých našemu pohledu, jako jsme napsali o dva odstavce výše.

[15] Platí tedy vztah, že neutrální krátkodobá úroková sazba = inflační cíl (tj. 2 %) + RRUM.
[16] Viz zde, část „Znepokojivý pohled ČNB: ve znamení čekání na zimní slunovrat“; tabulka 7 a související text.
[17] Přísně vzato by se reálná úroková míra měla vypočíst diskontováním, jak píšeme ve vysvětlivce k bodu 2 v pasáži „Náš pohled...“, avšak pro nízké hodnoty inflace a úrokových sazeb lze použít i jejich rozdíl, odchylka od „správného postupu“ je jen nepatrná.

Druhá věc ovšem je, že **makroekonomická prognóza představuje pouze podklad pro rozhodování bankovní rady ČNB, která není jejími závěry nijak vázána. Na příštím jednání konaném 7. srpna proto nečekáme, že by rozhodla o snížení úrokových sazeb, byť by se podle prognózy měla dvoutýdenní repo sazba ve Q3 2025 nacházet na 3,00 % (tj. o 50 bps níže oproti současnému nastavení)** a tříměsíční PRIBOR (v očekávání dalšího snížení sazeb o 25 bazických bodů do konce roku) pak těsně pod touto hodnotou, viz tabulku výše. **Při současném mentálním nastavení bankovní rady si nedokážeme představit, že by se ČNB odhodlala do konce roku snížit sazby o více než 25 bazických bodů.**

Grafické shrnutí posunu predikcí ČNB od loňského srpna do letošního května pak nabízí následující obrázek:



Obr. 13: Predikované hodnoty celkové inflace, 3měsíční sazby PRIBOR a implikované reálné krátkodobé úrokové míry na základě prognóz ČNB ze srpna 2024 a května 2025. Zdroj: ČNB

Odhad tříměsíčních sazeb PRIBOR se posunul citelně dolů (od hnědé přerušované čáry k plné), očekávaná inflace v intervalu Q3 2024 – Q2 2026 nahoru (od modré přerušované čáry k plné), čímž se z obou stran zúžil diferenciál mezi nimi (smrštění žluté plochy na světle oranžový tvar). Implikovaná reálná úroková míra (oranžová plocha) se tak ve Q3 2025 – Q2 2026 pohybuje kolem 50 bazických bodů a ke konci roku 2026 stoupá k 0,8 %.

Očekávané zhodnocení investičních akcií za rok 2025 a předpokládané reálné zhodnocení

Jak jsme uvedli již v úvodu tohoto newsletteru, vzhledem k tomu, že očekáváme hodnotu dvoutýdenní repo sazby ve zbytku roku blízkou současným 3,50 % p. a. anebo nižší, lze s pravděpodobností na pomezí jistoty prohlásit, že zhodnocení investičních akcií třídy A za letošní rok bude činit 7,70 %.

Připomínáme, že investorům třídy A bude až do konce roku 2026 náležet tzv. „zajištěné zhodnocení třídy A“ určené jako aritmetický průměr dvoutýdenní repo sazby stanovované ČNB za dané oceňovací období navýšený o marži 3,40 %, přičemž pro zajištěné zhodnocení se uplatní dolní a horní mez (7,7 %, resp. 10,7 % p. a.)[18]. Tento průměr ke konci července dosahoval hodnoty 3,70 % a po zbytek roku bude s největší pravděpodobností dále klesat směrem ke 3,50 %. Nedojde-li v tuto chvíli k naprosto nečekanému zvyšování úrokových sazeb ze strany ČNB (a to na úroveň vyšší než 5,15 % p. a. po zbytek roku počínaje srpnem), připadne investorům za rok 2025 nominální zhodnocení 7,70 %.

Jaké reálné zhodnocení investičních akcií tedy mohou investoři letos očekávat? Připomeňme, že za reálné zhodnocení považujeme zhodnocení investice počítané ve stálých cenách, tedy očištěné o vliv inflace. Koncept reálného zhodnocení

[18] Dle čl. 10.3 a) statutu fondu.

jsme dopodrobna vysvětlili včetně příkladů v předchozích zpravodajích.[19] Zopakujme tedy jen vztah mezi nominálním a reálným zhodnocením investice, kdy druhé jmenované získáme diskontováním nominálního zhodnocení skutečnou či očekávanou měrou inflace podle toho, zda počítáme reálné zhodnocení za již uplynulé období či je odhadujeme do budoucna:

(1 + nominální zhodnocení investice)/(1 + (očekávaná) míra inflace) = 1 + r (vzorec 1),

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

Podle květnové prognózy ČNB dosáhne průměrná míra inflace ve 4. čtvrtletí 2025 hodnoty 2,4 %, s čímž by byla konzistentní prosincová meziroční inflace na úrovni 2,7 %. Naplní-li se tento předpoklad, pak reálné zhodnocení investičních akcií třídy A za rok 2025 bude činit cca 4,9 %:

r_{2025} = 1,077/1,027 – 1 = 1,04869 – 1 = 0,0487 = 4,87 %

Pokud by tedy investoři očekávanou hodnotu investice na konci roku zpeněžili, mohli by za ni díky dosaženému zhodnocení pořídit o cca 4,9 % zboží a služeb více než na jeho počátku, což je interpretace reálného výnosu investice. Reálné zhodnocení investičních akcií třídy A za loňský rok přitom dosáhlo 5,23 % a o rok dříve 3,13 [20]. Očekávané reálné zhodnocení za letošek tedy bude pravděpodobně o necelých 40 bazických bodů nižší než v roce 2024 díky poklesu úrokových sazeb a očekávané prosincové inflaci jen mírně pod loňskou hodnotou (cca o 30 bazických bodů). Zároveň však překoná reálné zhodnocení za rok 2023, kdy prosincová inflace (6,9 %) „ukousla“ z nominálního zhodnocení (10,25 %) mnohem více.

Podíváme-li se na kumulativní reálné zhodnocení od prvního upisovacího období (tedy od 12/7/2022) **do konce roku 2024**, **pak lze investorům poblahopřát ke dvoucifernému číslu, konkrétně 11,1 %.** Aktuální hodnota investiční akcie třídy A stanovená ke 31/12/2024 dosáhla 1,2512 Kč, nominální zhodnocení od prvního upisovacího období tedy činí 25,12 %. Za stejnou dobu kumulovaná inflace vyšplhala na 12,6 %[21], dosažené kumulativní zhodnocení je tak v porovnání s kumulovanou inflací téměř dvojnásobné. **Hodnota investice tak nejenže úspěšně „absorbovala“ dramatický nárůst inflace mezi zářím 2022 a únorem 2023 z titulu skokového zvýšení cen energií** (které je dobře patrné kupř. na obr. 8)**, ale za sledované období ke kumulovanému nárůstu cenové hladiny ještě přidala téměř jednou tolik.**

Protáhneme-li dobu pozorování až do konce června 2025, což je poslední měsíc, za který jsou ke dni uzávěrky tohoto zpravodaje známy konečné údaje o inflaci, **pak se projektované reálné kumulované zhodnocení investičních akcií blíží 13 %**, neboť teoretické zhodnocení investiční akcie od prvního upisovacího období bude činit 29,9 % při kumulované inflaci 15,1 %. K tomu jsme dospěli tak, že na aktuální hodnotu IA ke konci roku 2024 jsme aplikovali předpokládané zhodnocení ve výši 7,70 % p. a. za uplynulou část roku 2025, tedy za 181 dní.[22] **Projektované reálné kumulativní zhodnocení investiční akcie tak ke konci června 2025 dosahuje 12,8 %.** To je tedy odhadovaný kumulovaný „nadvýnos“, o který teoretické zhodnocení investiční akcie překonává kumulovanou inflaci za období červen 2022 – červen 2025.

Předpokládaný vývoj teoretické hodnoty investiční akcie třídy A v porovnání s kumulovanou inflací znázorňuje obrázek 14. Čtenáři našich předchozích zpravodajů jej již znají, pro ostatní uveďme, že o teoretické hodnotě investiční akcie

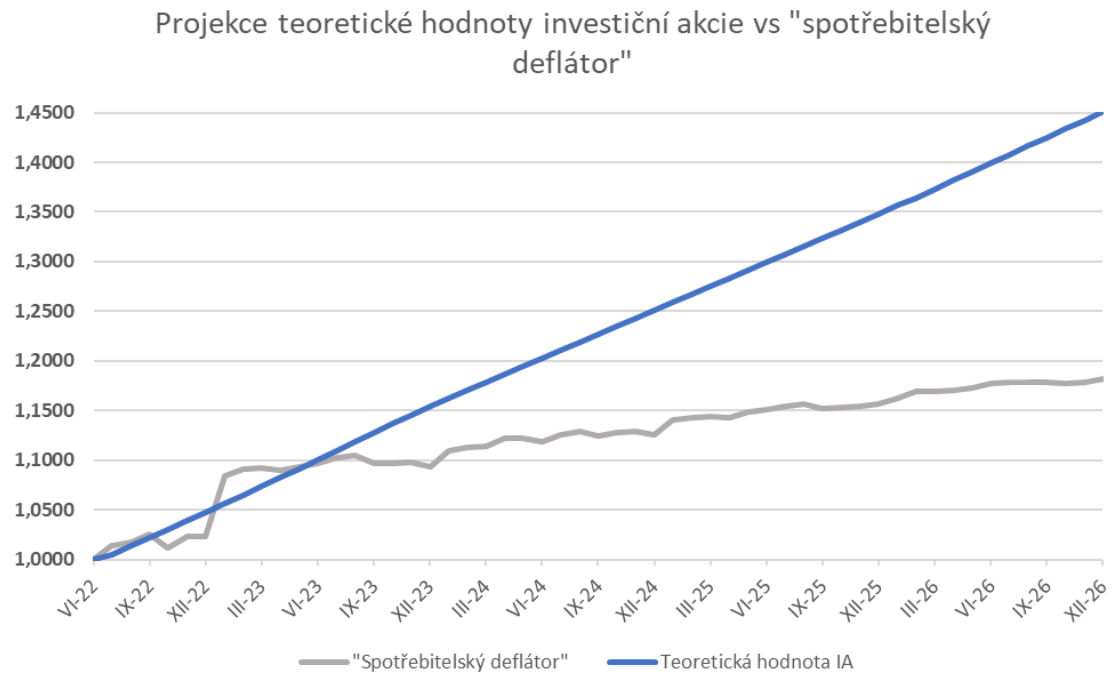
[19] https://3mfund.cz/data/files/3MF_Newsletter_2023_11_final.pdf

[20] Meziroční inflace v prosinci 2024 dosáhla 3,0 % a zhodnocení IA tř. A činilo 8,39 %. Inflace v prosinci 2023 byla 6,9 % při zhodnocení IA 10,25 %; odtud tedy:
r_{2024} = 1,0839/1,030 – 1 = 1,05233 – 1 = 5,23 % a r_{2023} = 1,1025/1,069 – 1 = 1,03134 – 1 = 3,13 %.

[21] Kumulovanou inflaci získáme vydělením hodnot indexu spotřebitelských cen (CPI) k příslušným hraničním datům. Hodnoty CPI pro prosinec 2024, resp. červen 2022, činily 152,0 a 135,0. Odtud tedy kumulovaná inflace za období červen 2022 – prosinec 2024 ve výši 152,0/135,0 – 1 = 1,1259 – 1 = 12,59 %. Reálné zhodnocení za uvedené období tedy činí 1,2512/1,1259 – 1 = 1,1113 – 1 = 0,1113 = 11,1 %.

[22] Pro výpočet teoretického zhodnocení na aktuální hodnotu IA, tj. 1,2512 Kč, aplikujeme očekávané zhodnocení za 181 dní, jež uplynuly od 31/12/2024 do konce června 2025. Teoretická hodnota IA k tomuto datu pak bude činit 1,2512*(1 + 0,077*(181/365)) = 1,2512*1,03818 = 1,2990 Kč, což odpovídá nominálnímu kumulovanému zhodnocení 29,9 %. Projektované reálné kumulované zhodnocení pak získáme vydělením teoretické hodnoty IA ke 30/6/2025 podílem hodnot CPI k příslušným datům, jež činily 155,4 (červen 2025) a 135 (červen 2022, jak již víme), tedy projektované nominální zhodnocení vydělíme hodnotou 155,4/135,0 = 1,1511. Projektované reálné kumulované zhodnocení ke konci června 2025 tak dosáhne 1,2990/1,1511 – 1 = 1,12845 – 1 = 0,128 = 12,8 %.

mluvíme proto, že počínaje rokem 2025 graf znázorňuje projektovanou hodnotu, a dále proto, že kurz investiční akcie se prozatím stanovuje jednou do roka vždy ke 31/12 a tedy přísně vzato graf by měly tvořit izolované body, nikoliv lomená čára. My jsme však pro názornost namodelovali spojitý graf, jako by hodnota akcie v rámci roku narůstala lineárně s ubíhajícím časem. Bod pro XII. 2024 tedy znázorňuje poslední zveřejněný kurz investiční akcie stanovený ke 31/12/2024. Pro léta 2025 – 2026 s ohledem na stávající úroveň dvoutýdenní repo sazby a její další možné snižování ve zbývající části roku uvažujeme zhodnocení 7,70 % p. a., tedy na úrovni „floor“ dle statutu.



Obr. 14: Předpokládaný vývoj teoretické hodnoty investiční akcie třídy A proti kumulované inflaci za období počínaje 30/6/2022. Použité předpoklady uvedeny v textu dále.

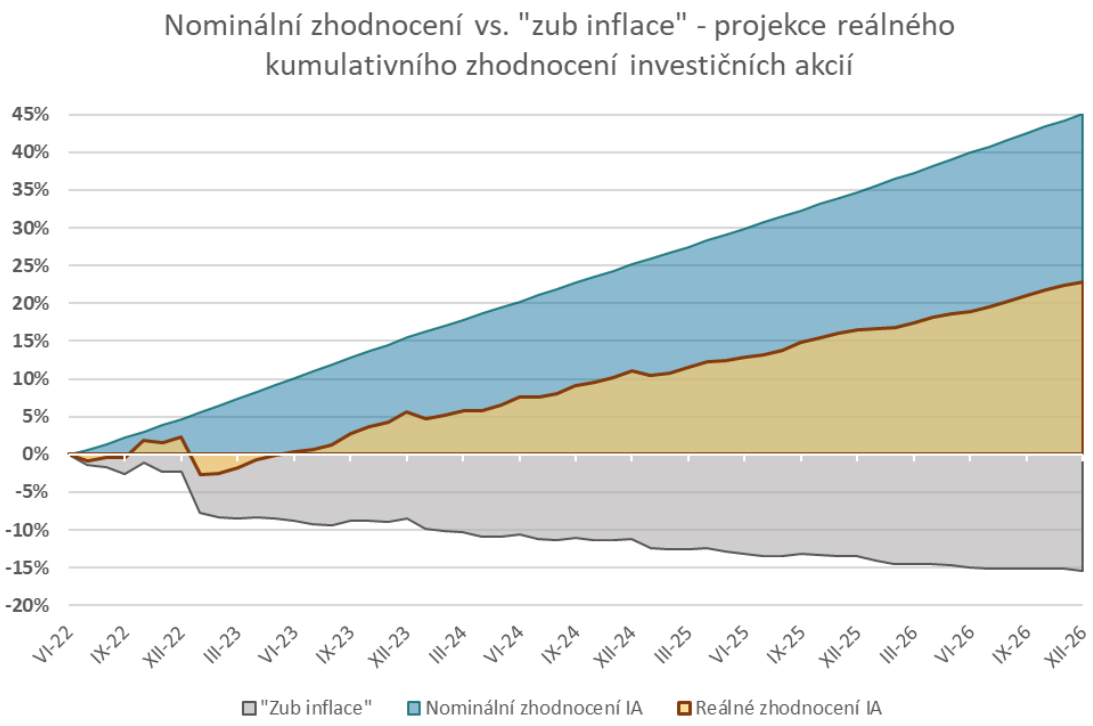
Spotřebitelským deflátorem jsme pro zjednodušení nazvali kumulovanou (očekávanou) inflaci navýšenou o jednotku, tedy jmenovatel předchozího vzorce 1. Interpretovat jej můžeme tak, že se jedná o cenu zboží či služeb, jež ve výchozím období (tedy ke 30/6/2022) stálo 1 Kč a jeho cena následně kopírovala inflaci[23], k danému časovému bodu. Pro vztah mezi spotřebitelským deflátorem a kumulovanou inflací platí, že deflátor znamená kumulovanou inflaci za sledované období navýšenou o jednotku. Tímto způsobem můžeme projektovanou hodnotu investiční akcie pohodlně poměřovat s ukazatelem kumulované inflace, neboť obě veličiny vycházejí v grafu ze stejného bodu.

Pro budoucí inflaci (meziroční údaj vždy k prosinci daného roku) jsme předpokládali tyto hodnoty: 2,7 % pro rok 2025, přičemž pro 2. pololetí 2025 a celý rok 2026 volíme hodnoty odpovídající květnové prognóze ČNB, jež uvádíme ve druhém sloupci tabulky 2. Výchozím bodem, jak jsme již zmínili, je 30. červen 2022, tedy konec měsíce bezprostředně předcházejícího prvnímu upisovacímu období. Zhodnocování investiční akcie počíná dnem 12/7/2022, tedy od začátku prvního upisovacího období.

Z obrázku je zřejmé, že projektované zhodnocení investičních akcií vysoce překonává kumulovanou inflaci, a s výjimkou krátkého období od ledna do května 2023 (kde byl na vině lednový skokový nárůst inflace oproti prosinci 2022 o více než 6 %) to tak s největší pravděpodobností bude až do konce roku 2026. Nicméně i tak existují období, kdy inflace krátkodobě výrazněji „poskočí“ (kupř. v lednu 2024 i 2025) a obě čáry se k sobě mírně přiblíží. Poté obvykle následuje zase období poměrně mírné či dokonce záporné meziměsíční inflace (např. loňský květen až červen, letošní duben) kdy se projektovaná cena akcií rychle vzdaluje křivce spotřebitelského deflátoru.

[23] Úplně přesně bychom zde měli hovořit o tzv. spotřebním koši, tedy souboru zboží a služeb, jejichž ceny používá ČSÚ k výpočtu indexu spotřebitelských cen, potažmo stanovování inflace.

Ještě názorněji vztah mezi předpokládaným zhodnocováním investičních akcií a kumulovanou inflací ukazuje obrázek 15. Projektované nominální zhodnocení IA zde doplňujeme o reálné kumulativní zhodnocení investiční akcie, přičemž vliv inflace na reálné zhodnocení akcií zde pro větší názornost ilustrujeme pomocí veličiny nazvané „zub inflace“.



Obr. 15: Předpokládaný vývoj projektovaného nominálního a reálného kumulativního zhodnocení investiční akcie třídy A v kontrastu ke kumulované ztrátě vnitřní kupní síly české koruny za období od 30/6/2022 do 31/12/2026

Jak již naši čtenáři vědí, „zub inflace“ vyjadřuje kumulovanou ztrátu vnitřní kupní síly české koruny k danému datu; představuje to, o kolik méně (popř. více) zboží a služeb si je spotřebitel schopen pořídit v daném časovém okamžiku za 1 Kč oproti výchozímu období (v našem případě červnu 2022) vinou nakumulované inflace. Vypočte se jako převrácená hodnota spotřebitelského deflátoru snížená o jednotku. To znamená, že čím vyšší je inflace, tím více zub inflace „užírá“ z domácí kupní síly českého spotřebitele. Jedná se tedy o jakýsi obrácený pohled na inflaci – zatímco v klasickém pojetí ji obvykle vnímáme jako růst cen, tj. o kolik více jsme nuceni zaplatit za stejné zboží a služby, „zub inflace“ vyjadřuje to, o kolik její vinou zchudneme, čili jakou měrou se sníží naše kupní síla – o kolik méně zboží a služeb si dnes můžeme pořídit za stejnou peněžní částku jako ve výchozím období. Podrobněji včetně příkladů jsme se tématu věnovali dříve, zájemce proto odkážeme na zpravodaje ze srpna a listopadu 2023[24].

Na obrázku 15 je názorně vidět, jak období zrychlené či dokonce skokově rostoucí inflace „užírají“ z reálného zhodnocení investičních akcií. Skokový 6% meziměsíční nárůst cen v lednu 2023 strhl projektované reálné zhodnocení na pět měsíců do záporných hodnot, naproti tomu období stagnujících cen či dokonce zřídkavé okamžiky cenového poklesu (Q4 2023, pokles CPI v červnu a prosinci 2024 či v dubnu 2025) tempo reálného zhodnocování výrazně urychlují. Výchozí předpoklady jsou pochopitelně stejné jako u předchozího grafu 14, tj. stejná předpokládaná nominální zhodnocení v jednotlivých letech a stejná prosincová meziroční inflační čísla, jako jsme psali o několik odstavců dříve.

Naplní-li se tedy tyto předpoklady, pak ke konci lock-up periody, tedy ke 31/12/2026, by cena investičních akcií třídy A měla vystoupat na kurz cca 1,4510 Kč, což by představovalo 45% nominální zhodnocení od 12/7/2022. Kumulovaná inflace počítaná od června 2022 by za dříve uvedených předpokladů mohla dosáhnout 18,2 %, což by znamenalo kumulované reálné zhodnocení investičních akcií téměř o 23 %.

[24] https://3mfund.cz/data/files/3MF_Newsletter_2023_08_final.pdf; https://3mfund.cz/data/files/3MF_Newsletter_2023_11_final.pdf

Slovo závěrem

Bohužel se zdá, že nejen z pohledu investora je svět na přelomu července a srpna 2025 mnohem méně přívětivým místem, než se jevil ve stejnou dobu před rokem. Situace, kdy přebytek v obchodní výměně jedné země s jinou je označován za „letité okrádání daňových poplatníků“, zatímco deficit v bilanci služeb mezi stejnými zeměmi si nezasluhuje komentář, kdy bezostyšné porušování stávajících obchodních dohod[25] a nedodržování pravidel Světové obchodní organizace, která trvalo desetiletí dohodnout, se stává normou, posouvá svět spíše někam do roku 1870 a éry velmocenské politiky znamenající uplatňování práva silnějšího, než aby přispívala k nalezení uspořádání, které umožní lidstvu čelit výzvám, jež před ním stojí, a které by přinášelo výhody globalizované ekonomiky a mezinárodních vztahů založených na respektování pravidel všem. Hůře, zdá se, že v dnešních USA i jen fakt, že vykonáváte svou práci jako šéfka statistického úřadu a jeho výstupy nejsou vrchnosti zrovna po chuti, vás může stát místo. Ponechejme proto závěrečné slovo Ronaldu Reaganovi, který již téměř před 40 lety na nebezpečí protekcionismu upozornil.

Přejeme našim investorům spokojené prožití druhé poloviny prázdnin, včasné a úspěšné naplnění scénáře poklesu inflace do blízkosti 2% cíle a její stabilizace na těchto úrovních, pokud možno předvídatelné politicko-ekonomické prostředí co nejméně narušované válkami skutečnými, obchodními či jinými opatřeními bortícími zaběhlý ekonomický řád a nastolení udržitelného hospodářského růstu vedoucího ke společné prosperitě!

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

Užitečné externí odkazy:

Česká bankovní asociace – ČBA Hypomonitor
https://www.cbamonitor.cz/kategorie/cba-hypomonitor

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

ČNB – Zprávy o měnové politice
https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-menove-politice/

Prohlášení o odpovědnosti

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

[25] Máme na mysli zejména dohodu USMCA uzavřenou v roce 2018 mezi USA, Mexikem a Kanadou a **dojednanou první Trumpovou administrativou.** Smlouva nabyla účinnosti 1. července 2020 a nahradila dosavadní Dohodu o severoamerické zóně volného obchodu (NAFTA).