MĚSÍČNÍK FINANČNÍCH TRHŮ

CONSEQ

Prosinec 2025

MICHAL STUPAVSKÝ, CFA
INVESTIČNÍ STRATÉG SKUPINY CONSEQ
6. LEDNA 2026

SHRNUTÍ VÝVOJE V PROSINCI

V průběhu prosince se opět velice nadprůměrně dařilo drahým kovům. Zlato posílilo o 2,9 % a měsíc zakončilo na úrovni 4341 dolarů za unci. Stříbro posílilo dokonce o 25,1 % a měsíc zakončilo na úrovni 71 dolarů za unci.

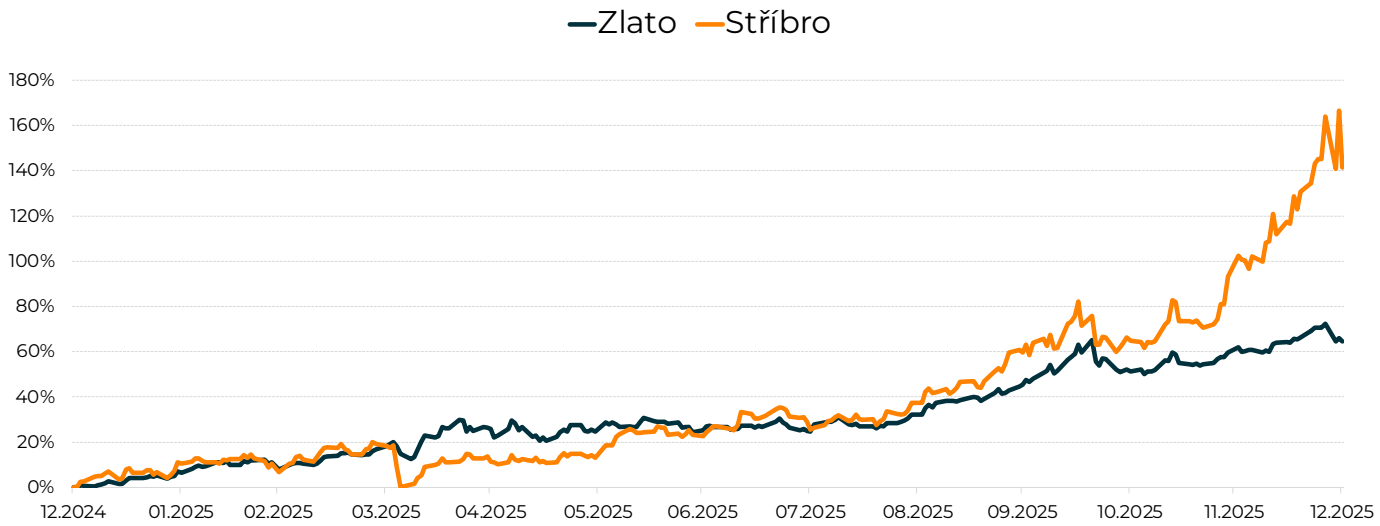
Na měnových trzích v prosinci panoval relativní klid. Dolarový index DXY oslabil o 1,1 % na 98,3 bodů. Koruna vůči dolaru posílila o 1,3 % na 20,63 CZK/USD a vůči euru naopak nepatrně oslabila o 0,3 % na 24,25 CZK/EUR.

Index globálních dluhopisových trhů Bloomberg Global Aggregate posílil mírně o 0,3 % (v dolaru) a index českých vládních dluhopisů připsal zisk 0,7 % (v koruně).

Příliš se nedařilo duraci, resp. vládním dluhopisům s delšími splatnostmi. Výnos do doby splatnosti amerického vládního dluhopisu s desetiletou splatností vzrostl o 15 bazických bodů na 4,17 %, výnos do doby splatnosti japonského vládního dluhopisu s desetiletou splatností vzrostl o 25 bazických bodů na 2,06 % a výnos do doby splatnosti německého vládního dluhopisu s desetiletou splatností vzrostl o 17 bazických bodů na 2,86 %.

Index globálních akciových trhů MSCI All Country World Total Return připsal zisk 1,0 %. Z regionálního pohledu se více dařilo rozvíjejícím se trhům (MSCI Emerging Markets Total Return +3,0 %) oproti trhům rozvinutým (MSCI World Total Return +0,8 %). Dále neamerické akcie předvedly výrazně lepší výkonnost (MSCI All Country World ex-US Total Return +3,0 %) než americké akcie (S&P 500 Total Return 0,0 %). Ze sektorového pohledu se více dařilo hodnotovým akciím (MSCI All Country World Value Total Return +1,9 %) oproti růstovým akciím (MSCI All Country World Growth Total Return +0,2 %).

VÝKONNOST ZLATA A STŘÍBRA V ROCE 2025 (V USD)



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

SVĚTOVÁ EKONOMIKA

Na svém prosincovém zasedání americká centrální banka Fed snížila hlavní úrokovou sazbu, fed funds rate, o čtvrt procentního bodu, čímž se její cílové pásmo dostalo na 3,50–3,75 %. Přitom se jednalo o třetí snížení sazeb v roce 2025 a nejnižší úroveň za téměř tři roky. Toto rozhodnutí bylo relativně těsné a ukázalo vnitřní rozpory mezi členy FOMC, klíčového exekutivního orgánu Fedu. Tři členové hlasovali proti snížení, někteří by raději ponechali sazby beze změny a jiní preferovali snížení ještě větší. Rozpory odrážely nejistotu ohledně inflace a dynamiky na pracovním trhu, přičemž inflace se i nadále trendově nachází poměrně výrazně nad dvouprocentním cílem.

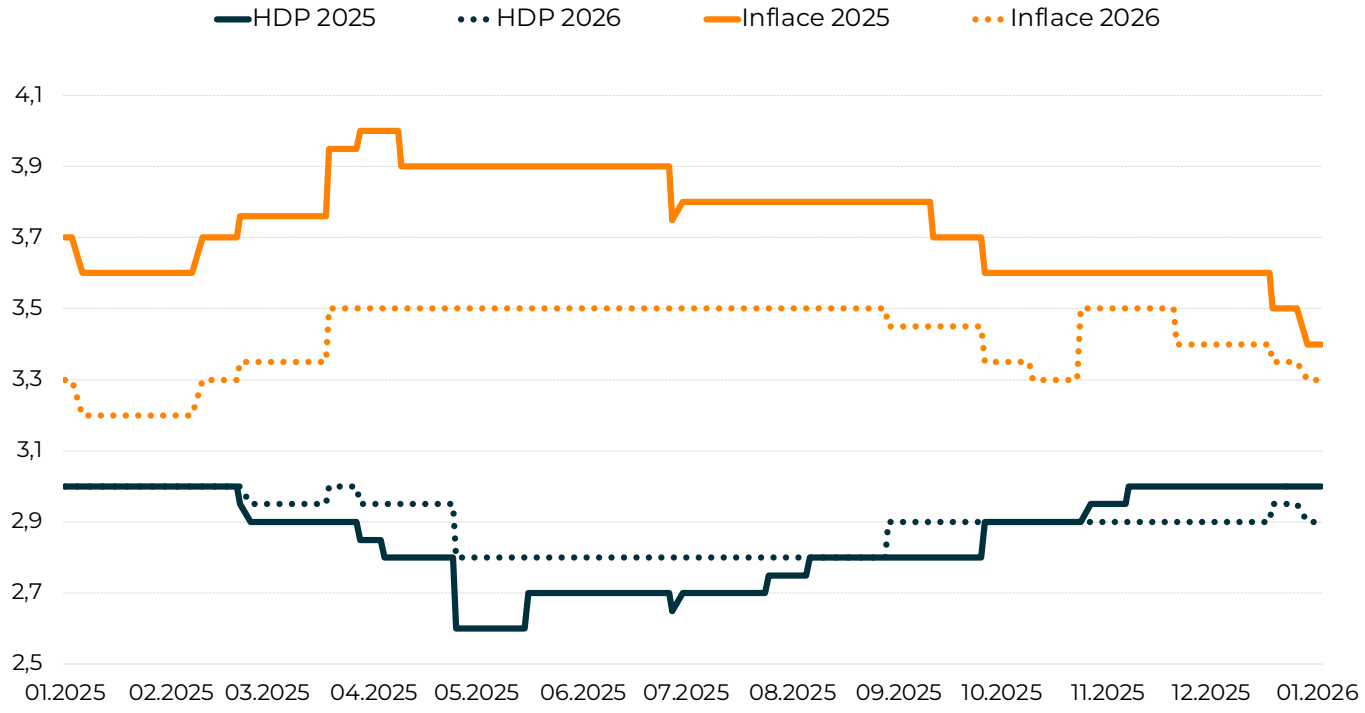
Fed v prosinci zahájil nákup krátkodobých amerických vládních pokladničních poukázek (US Treasury bills) s cílem zajistit „dostatečné“ množství rezerv v bankovním systému a stabilní fungování peněžního trhu. Tyto nákupy začaly 12. prosince s objemem přibližně 40 miliard dolarů měsíčně a byly prezentovány jako technický krok pro zlepšení řízení úrokových sazeb a hladiny bankovních rezerv, a nikoliv jako další uvolnění měnové politiky.

Světová ekonomika do roku 2026 vstupuje v prostředí pokračující, ale pozvolně zpomalující expanze, která navazuje na relativně odolný výkon v roce 2025. Podle prognóz předních analytických i mezinárodních finančních organizací se růst globálního HDP v roce 2026 očekává kolem 3 %, což je jen nepatrně pod úrovní z roku 2025 a stále níže než dlouhodobé předpandemické tempo růstu. Tento výhled odráží kombinaci pokračujícího oživení poptávky, postupného snižování inflace a postupné normalizace měnové politiky klíčových centrálních bank po restriktivních cyklech v předchozích letech. Růstová dynamika světové ekonomiky však zůstává dosti nerovnoměrná. Vyspělé ekonomiky jako eurozóna či USA mají tendenci růst spíše mírně kolem 1-2 %, zatímco rozvíjející se trhy, zejména v Asii, očekávají výrazně vyšší tempo růstu.

Významným globálním rizikovým faktorem zůstává rekordní úroveň veřejného a soukromého dluhu, která zůstává nepříznivým faktorem pro fiskální pozici vlád i finanční stabilitu. Rekordní zadluženost totiž zvyšuje citlivost ekonomik na růst úrokových sazeb a může omezit schopnost vlád reagovat na nové makroekonomické šoky prostřednictvím fiskálních stimulů.

Dalším významným globálním rizikovým faktorem, na který upozorňuje například i Mezinárodní měnový fond, je potenciální přehřátí některých trhů investičních aktiv a technologická bublina, zejména v sektorech silně napojenými na aktuální megatrend AI.

SVĚTOVÁ EKONOMIKA - KONSENZUÁLNÍ ANALYTICKÉ ODHADY AGENTURY BLOOMBERG



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

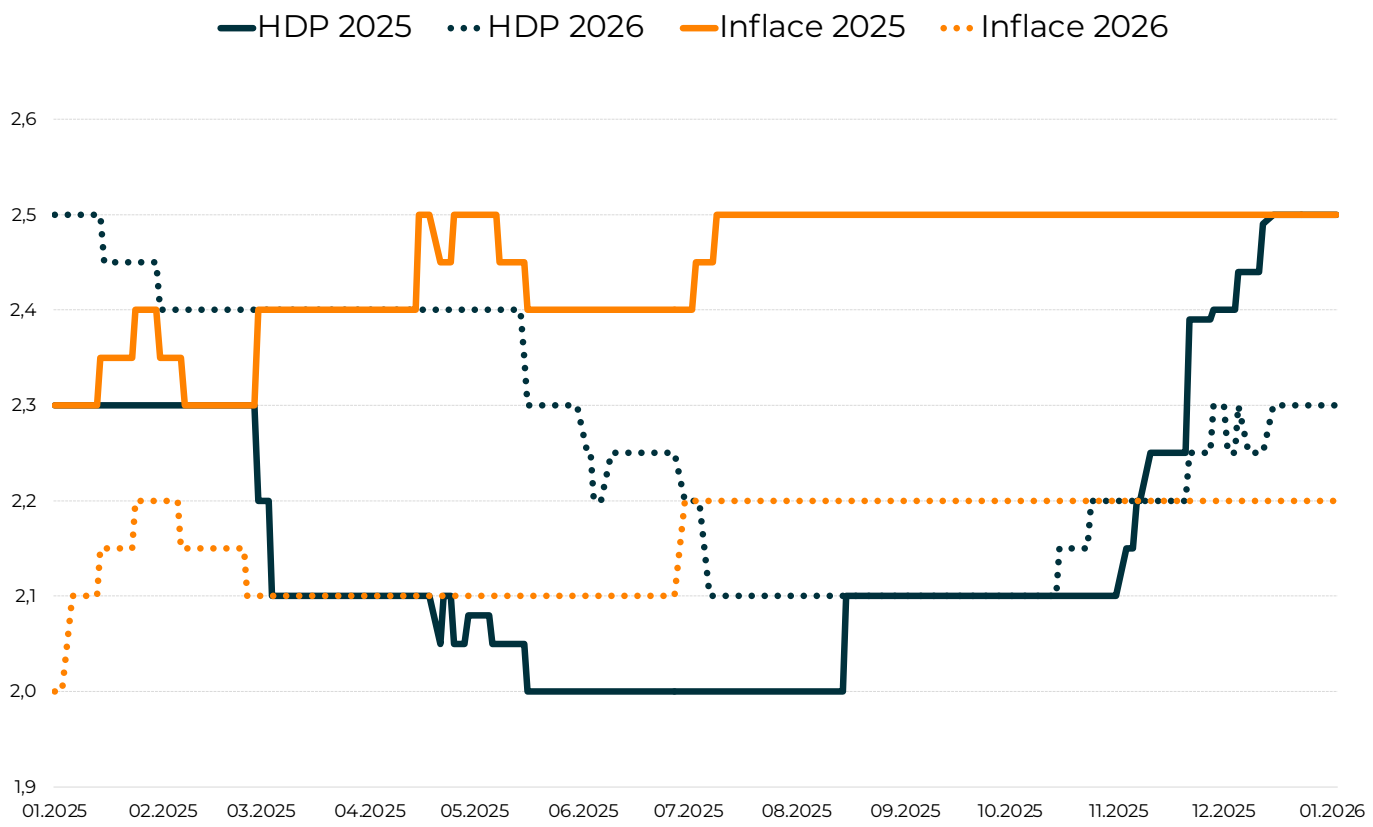
ČESKÁ EKONOMIKA

Na svém posledním měnovém zasedání v roce 2025 dne 18. prosince Bankovní rada České národní banky ponechala hlavní úrokové sazby beze změny, což bylo plně v souladu s očekáváním analytiků. Klíčová dvoutýdenní repo sazba tak zůstává na beze změny na úrovni 3,5 % již od května 2025. I když celková inflace postupně klesá směrem k cíli ČNB kolem 2 %, přetrvávají inflační rizika spojená především s růstem cen služeb a potravin byla jedna z klíčových motivací pro setrvání sazeb na stávající úrovni.

Co se týče aktuálního výhledu české ekonomiky, tak podle aktuálního analytického konsenzu agentury Bloomberg by mělo české HDP za celý rok 2025 vzrůst o 2,5 procenta a v příštím roce 2026 by mělo dojít k nepatrnému zpomalení růstu českého hospodářství na 2,3 procenta. Co se týče průměrné míry inflace za rok 2025, ta by měla dosáhnout 2,5 procenta a v příštím roce 2026 by se měla průměrná míra inflace přiblížit inflačnímu cíli České národní banky na úrovni 2,2 procenta. A konečně pokud jde o výhled na nastavení základních úrokových sazeb České národní banky v průběhu roku 2026, většina analytiků nyní očekává stabilitu dvoutýdenní repo sazby na úrovni 3,5 procenta v průběhu celého příštího roku.

Výhled české ekonomiky pro rok 2026 je tradičně spojen s řadou významných makroekonomických rizik a nejistot, která mohou vývoj české ekonomiky ovlivnit oběma směry, tedy pozitivně i negativně. Největší nejistotou zůstává zahraniční poptávka, především z eurozóny, jejíž zpomalující růst by mohl negativně ovlivnit český export i investiční aktivitu firem. Rizikem je rovněž možné zhoršení globálních finančních podmínek, které by mohlo zdražit úrokové náklady z finančního dluhu a rovněž omezit korporátní investice. Míra inflace, byť relativně stabilní, zůstane i nadále velice citlivá na cenové šoky, zejména co se týče cen potravin a energií, tedy tzv. nejádrových a nadprůměrně volatilních složek spotřebitelského koše. Trh práce by mohl čelit dalšímu mírnému nárůstu míry nezaměstnanosti, což by logicky alespoň mírně oslabilo spotřebitelskou důvěru a omezilo růst reálných inflačně očištěných mezd.

ČESKÁ EKONOMIKA - KONSENZUÁLNÍ ANALYTICKÉ ODHADY AGENTURY BLOOMBERG



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

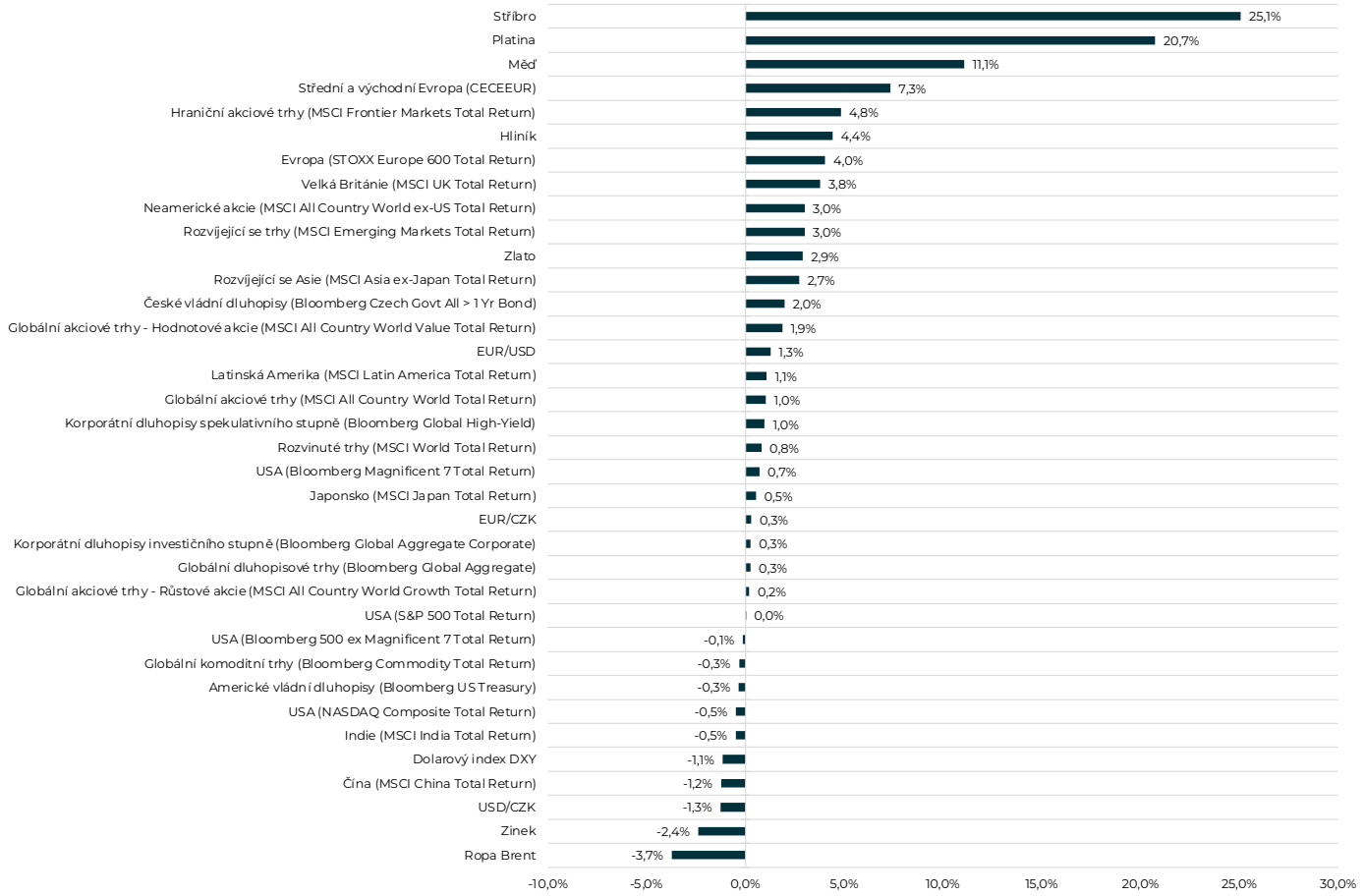
VÝKONNOST INVESTIČNÍCH AKTIV V PROSINCI

KLÍČOVÉ ZÁVĚRY

- Velice silně opět posílily drahé kovy, konkrétně zlato o 2,9 % a stříbro dokonce o 25,1 %.
- Index globálních akciových trhů MSCI All Country World Total Return připsal zisk 1,0 %. Z regionálního pohledu se více dařilo rozvíjejícím se trhům (MSCI Emerging Markets Total Return +3,0 %) oproti trhům rozvinutým (MSCI World Total Return +0,8 %). Dále neamerické akcie předvedly výrazně lepší výkonnost (MSCI All Country World ex-US Total Return +3,0 %) než americké akcie (S&P 500 Total Return 0,0 %). Ze sektorového pohledu se více dařilo hodnotovým akciím (MSCI All Country World Value Total Return +1,9 %) oproti růstovým akciím (MSCI All Country World Growth Total Return +0,2 %).

Poznámka: Všechny uvedené výkonnosti v dolarovém vyjádření.

VÝKONNOST INVESTIČNÍCH AKTIV V USD



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Indexy hlavních tříd aktiv:

Dolarový index DXY -1,1 %

Globální dluhopisové trhy – Bloomberg Global Aggregate +0,3 %

Globální akciové trhy – MSCI All Country World Total Return 1,0 %

Globální komoditní trhy – Bloomberg Commodity Total Return -0,3 %

5 nejlepších aktiv:

Stříbro +25,1 %

Platina +20,7 %

Měď +11,1 %

Akcie ve střední a východní Evropě (CECEEUR +7,3 %)

Hraniční akciové trhy (MSCI Frontier Markets Total Return +4,8 %)

5 nejhorších aktiv:

Ropa Brent -3,7 %

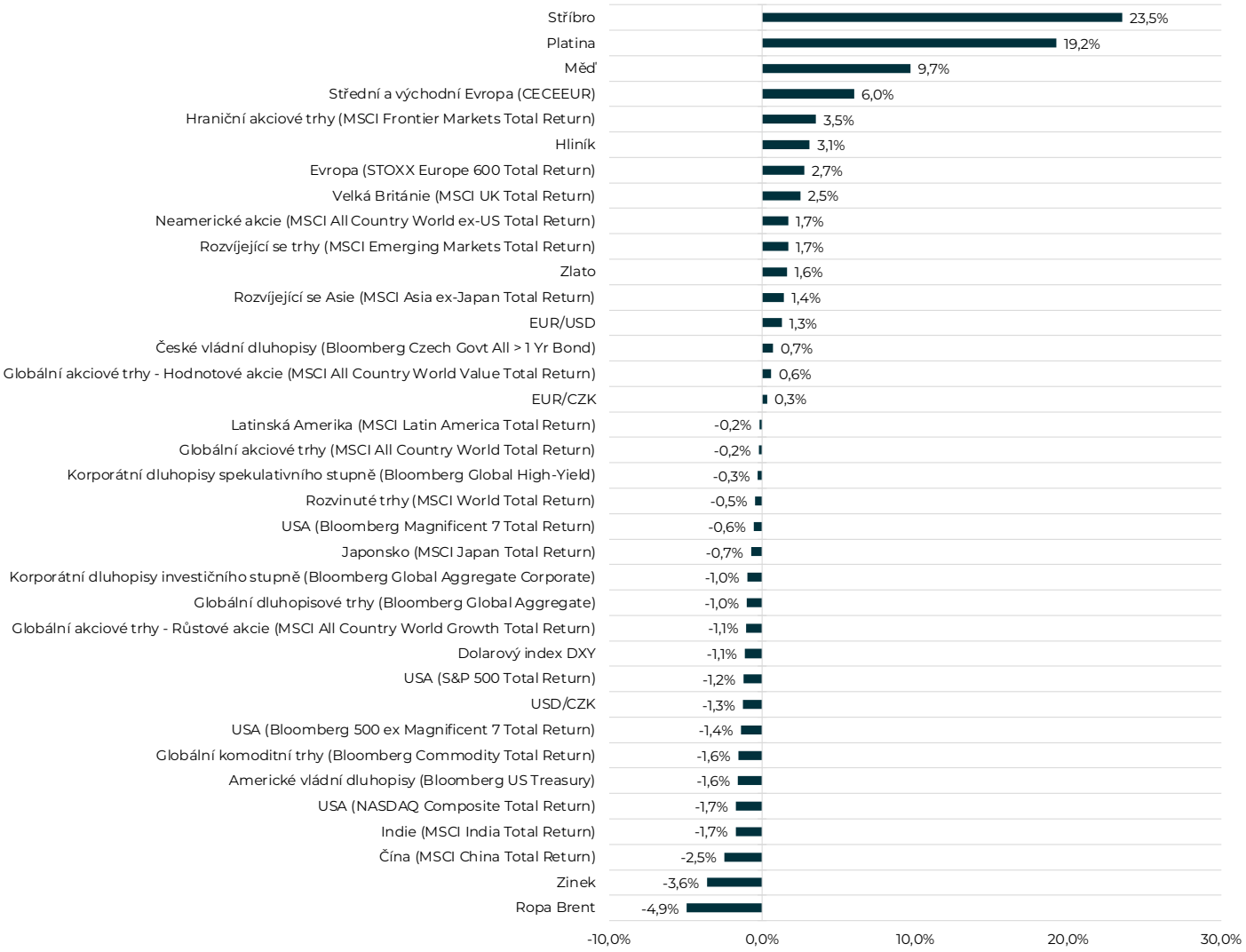
Zinek -2,4 %

Čínské akcie (MSCI China Total Return -1,2 %)

Indické akcie (MSCI India Total Return -0,5 %)

Americké technologické akcie (NASDAQ Composite Total Return -0,5 %)

VÝKONNOST INVESTIČNÍCH AKTIV V CZK



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Indexy hlavních tříd aktiv:

Dolarový index DXY -0,3 %

Globální dluhopisové trhy – Bloomberg Global Aggregate -1,0 %

Globální akciové trhy – MSCI All Country World Total Return -0,2 %

Globální komoditní trhy – Bloomberg Commodity Total Return -1,6 %

5 nejlepších aktiv:

Stříbro +23,5 %

Platina +19,2 %

Měď +9,7 %

Akcie ve střední a východní Evropě (CECEEUR +6,0 %)

Hraniční akciové trhy (MSCI Frontier Markets Total Return +3,5 %)

5 nejhorších aktiv:

Ropa Brent -4,9 %

Zinek -3,6 %

Čínské akcie (MSCI China Total Return -2,5 %)

Indické akcie (MSCI India Total Return -1,7 %)

Americké technologické akcie (NASDAQ Composite Total Return -1,7 %)

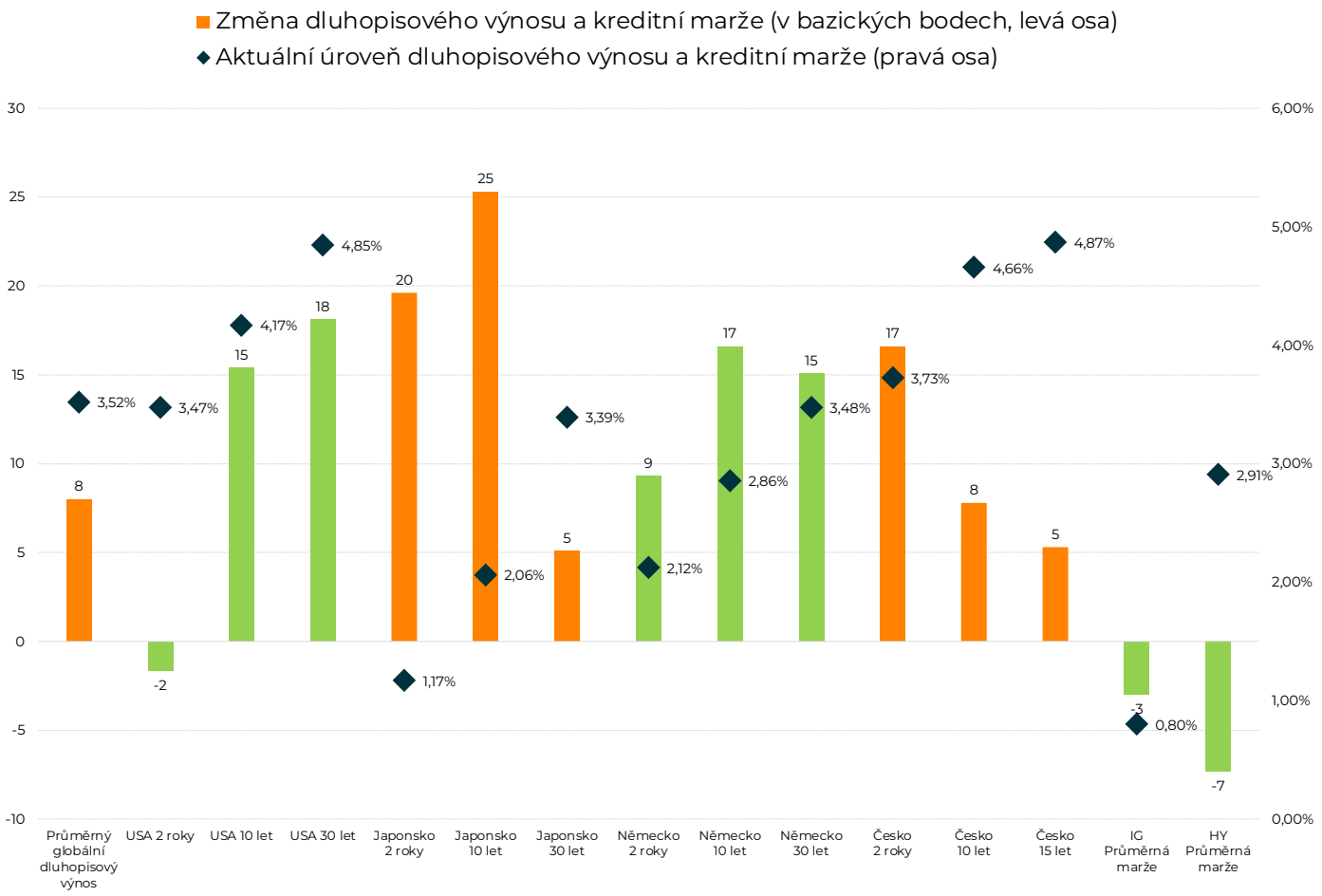
POHYB DLUHOPISOVÝCH VÝNOSŮ DO DOBY SPLATNOSTI A KREDITNÍCH MARŽÍ V PROSINCI

Průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti vzrostl o osm bazických bodů na 3,52 %.

Příliš se nedařilo duraci, resp. vládním dluhopisům s delšími splatnostmi. Výnos do doby splatnosti amerického vládního dluhopisu s desetiletou splatností vzrostl o 15 bazických bodů na 4,17 %, výnos do doby splatnosti japonského vládního dluhopisu s desetiletou splatností vzrostl o 25 bazických bodů na 2,06 % a výnos do doby splatnosti německého vládního dluhopisu s desetiletou splatností vzrostl o 17 bazických bodů na 2,86 %.

Výnosová křivka českých vládních dluhopisů mírně snížila svůj pozitivní sklon, když dvouletý výnos do doby splatnosti vzrostl o 17 bazických bodů na 3,73 %, zatímco desetiletý výnos do doby splatnosti vzrostl pouze o 8 bazických bodů na 4,66 %.

Kreditní marže korporátních dluhopisů byly relativně stabilní.



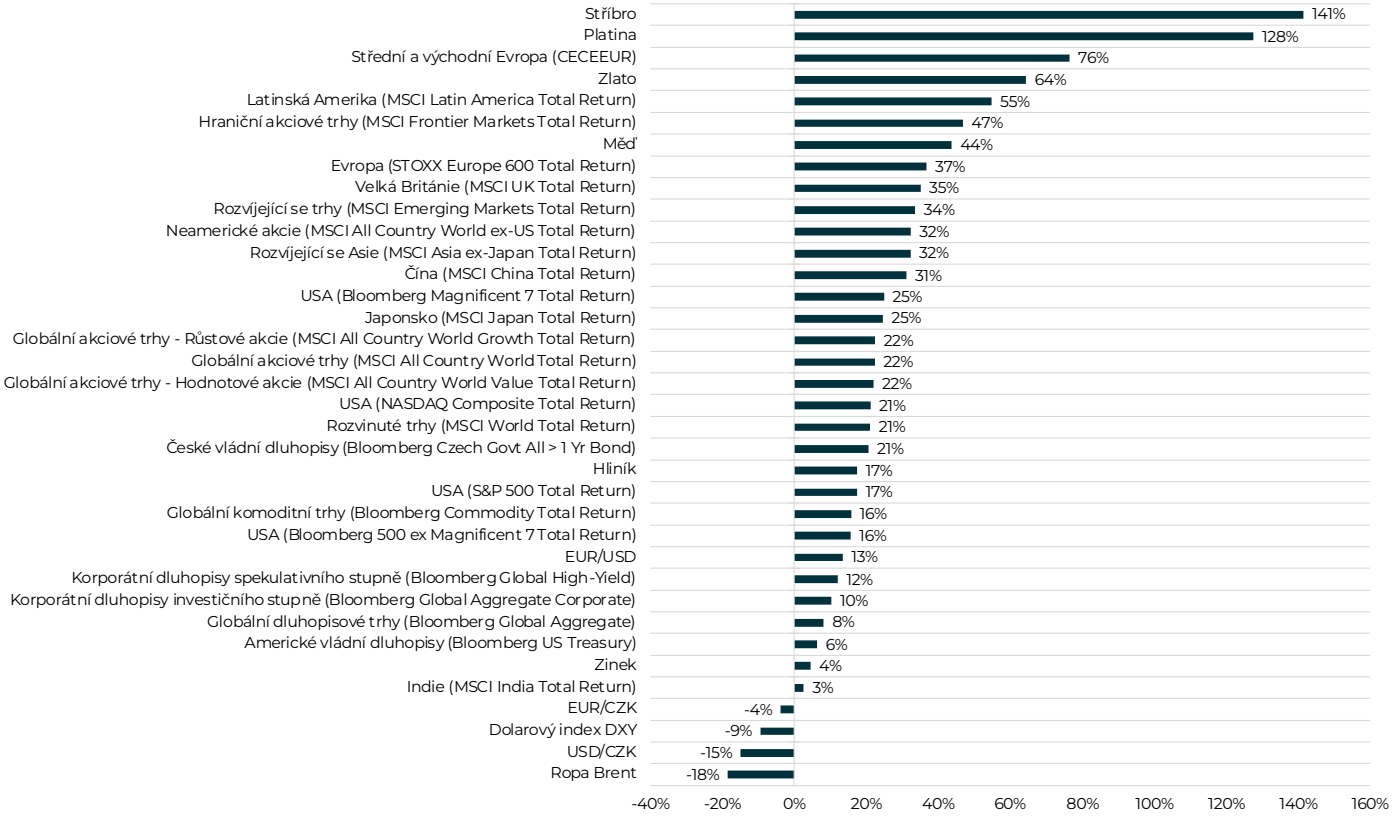
Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

VÝKONNOST INVESTIČNÍCH AKTIV ZA CELÝ ROK 2025

KLÍČOVÉ ZÁVĚRY

- **Prudké oslabení dolaru** (dolarový index DXY -9%, -13% vůči euru a -15% vůči koruně)
- **Výrazné zvýšení sklonu benchmarkových výnosových křivek vládních dluhopisů** (USA, Japonsko, Německo i Česko)
- **Velice výrazná nadvýkonnost neamerických akcií oproti americkým akciím**
  - V dolarovém vyjádření: MSCI All Country World ex-US Total Return +32 % versus S&P 500 Total Return +17 %
  - V korunovém vyjádření: MSCI All Country World ex-US Total Return +13 % versus S&P 500 Total Return +0 %
- **Masivní nadvýkonnost drahých kovů oproti ostatním aktivům**
  - V dolarovém vyjádření: zlato +64 % a stříbro +141 %
  - V korunovém vyjádření: zlato +40 % a stříbro +106 %

VÝKONNOST INVESTIČNÍCH AKTIV V USD



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Indexy hlavních tříd aktiv:

Dolarový index DXY -9 %

Globální dluhopisové trhy – Bloomberg Global Aggregate +8 %

Globální akciové trhy – MSCI All Country World Total Return +22 %

Globální komoditní trhy – Bloomberg Commodity Total Return +16 %

5 nejlepších aktiv:

Stříbro +141 %

Platina +128 %

Akcie ve střední a východní Evropě (CECEEUR +76 %)

Zlato +64 %

Akcie v Latinské Americe (MSCI Latin America Total Return +55 %)

5 nejhorších aktiv:

Ropa Brent -18 %

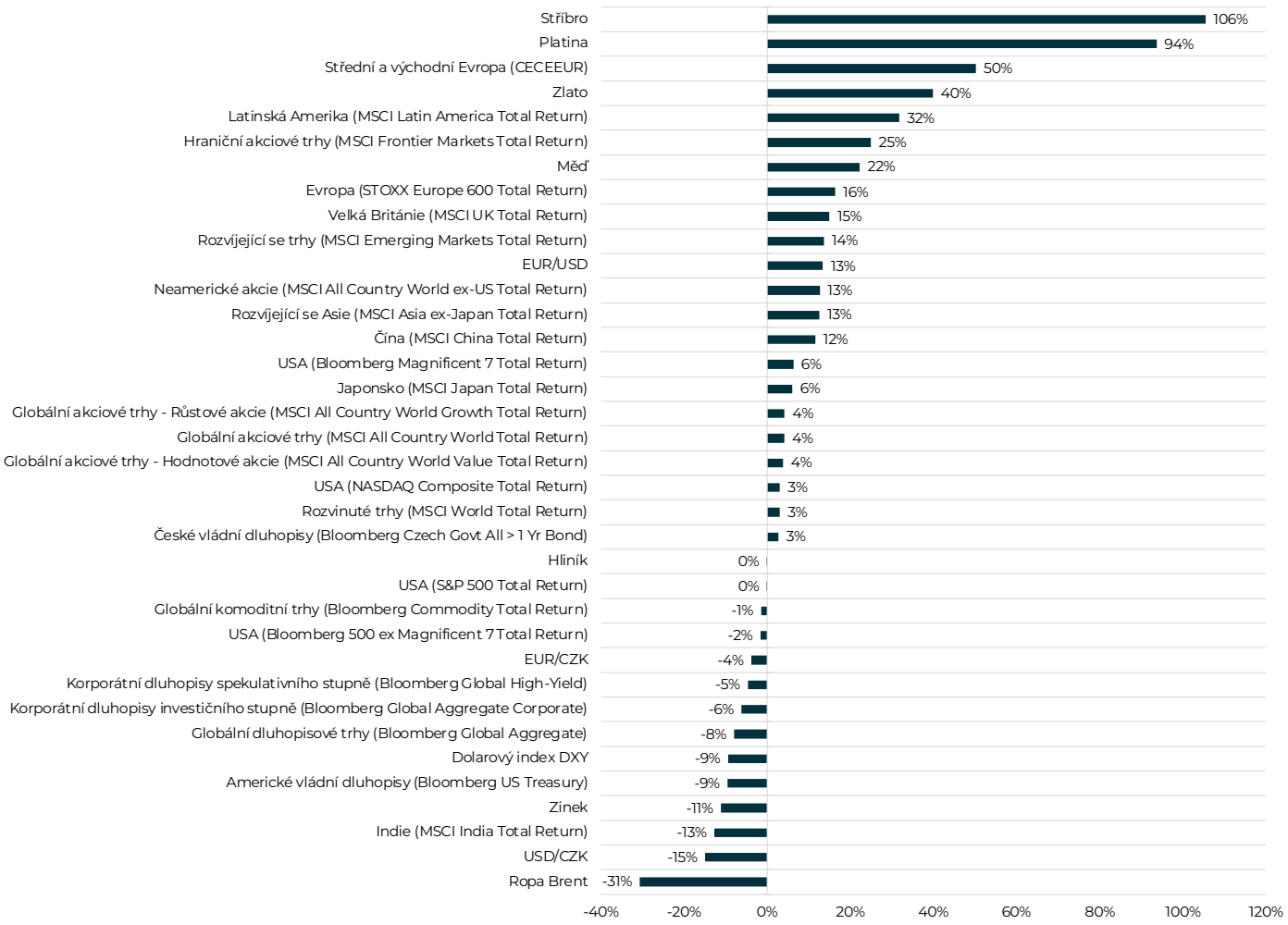
Indické akcie (MSCI India Total Return +3 %)

Zinek +4 %

Americké vládní dluhopisy (Bloomberg US Treasury +6 %)

Korporátní dluhopisy investičního stupně (Bloomberg Global Aggregate +10 %)

VÝKONNOST INVESTIČNÍCH AKTIV V CZK



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Indexy hlavních tříd aktiv:

Dolarový index DXY -9 %

Globální dluhopisové trhy – Bloomberg Global Aggregate -8 %

Globální akciové trhy – MSCI All Country World Total Return +4 %

Globální komoditní trhy – Bloomberg Commodity Total Return -1%

5 nejlepších aktiv:

Stříbro +106 %

Platina +94 %

Akcie ve střední a východní Evropě (CECEEUR +50 %)

Zlato +40 %

Akcie v Latinské Americe (MSCI Latin America Total Return +32 %)

5 nejhorších aktiv:

Ropa Brent -31 %

Indické akcie (MSCI India Total Return -13 %)

Zinek -11 %

Americké vládní dluhopisy (Bloomberg US Treasury -9 %)

Korporátní dluhopisy investičního stupně (Bloomberg Global Aggregate -6 %)

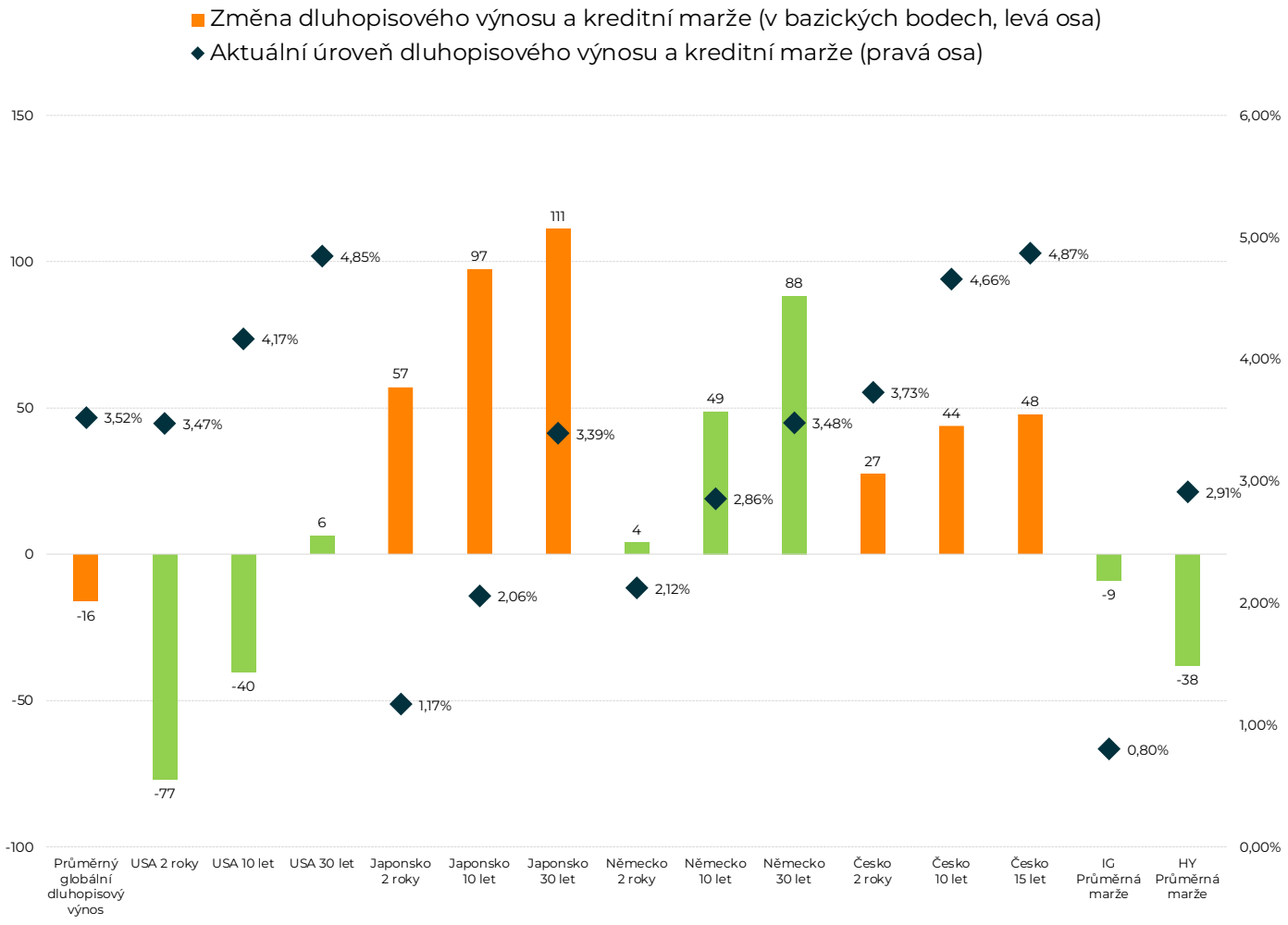
POHYB DLUHOPISOVÝCH VÝNOSŮ DO DOBY SPLATNOSTI A KREDITNÍCH MARŽÍ ZA CELÝ ROK 2025

Průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti poklesl o 16 bazických bodů na 3,52 %.

Hlavní benchmarkové výnosové křivky vládních dluhopisů – USA, Japonsko a Německo – velice výrazně zvýšily svůj sklon. Došlo tedy k velice výraznému nárůstu rozdílu mezi dlouhými a krátkými výnosy do doby splatnosti.

Výnosová křivka českých vládních dluhopisů také zaznamenala zvýšení svého sklonu. Výnos do doby splatnosti dvouleté maturity vzrostl o 27 bazických bodů na 3,73 %, zatímco výnos do doby splatnosti desetileté maturity vzrostl o 44 bazických bodů na 4,66 %.

Kreditní marže korporátních dluhopisů s investičním ratingem v globálním průměru poklesly o 9 bazických bodů na 0,80 % a kreditní marže korporátních high-yieldů v globálním průměru poklesly o 38 bazických bodů na 2,91 %.



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

GRAF MĚSÍCE

NA GLOBÁLNÍCH AKCIOVÝCH TRZÍCH JE JIŽ DELŠÍ DOBU PATRNÉ VÝRAZNÉ KONCENTRAČNÍ RIZIKO

Na globálních akciových trzích je již delší dobu patrné výrazné koncentrační riziko, které se v posledních letech dále prohlubuje. Spojené státy mají v rámci globálního akciového indexu MSCI All Country World mimořádně vysokou váhu kolem 64 %, což je v historickém a ekonomickém kontextu zcela bezprecedentní úroveň. Pokud však tento údaj porovnáme s reálnou vahou americké ekonomiky na světovém hrubém domácím produktu, měřeném pomocí parity kupní síly (PPP), která činí zhruba 15 %, zjišťujeme velmi výrazný nepoměr. Ten naznačuje, že americký akciový trh se nachází ve fázi extrémně vysokého ocenění, které je z podstatné části taženo mimořádným růstem technologického sektoru a dominancí několika největších společností sdružených ve skupině Magnificent 7.

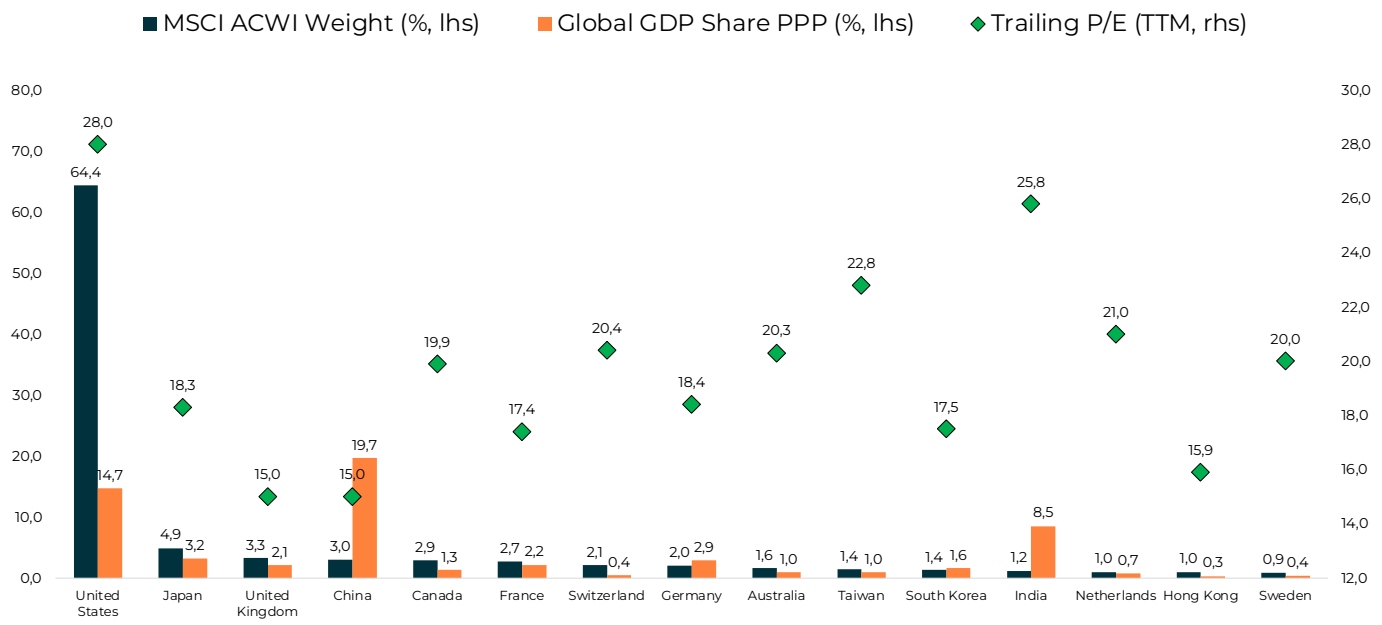
Opačný extrém lze pozorovat u Číny či Indie, jejichž ekonomiky představují dle údajů Mezinárodního měnového fondu 20 %, respektive 8-9 % globálního HDP v paritě kupní síly. Jejich zastoupení v globálním akciovém indexu je však pouze 3 %, respektive zhruba 1 %. To znamená, že jejich akciové trhy jsou výrazně podreprezentované vzhledem k jejich ekonomické váze. Tento nesoulad pravděpodobně odráží souběh několika faktorů, jako například omezenou dostupnost zahraničního kapitálu, regulatorní nejistoty, nižší transparentnost, vyšší rizikovost některých sektorů či geopolitická napětí. Přesto je zřejmé, že mezi ekonomickou realitou a akciovým oceněním existuje strukturální disproporce.

Z pohledu střednědobého horizontu to vytváří pro investory několik významných implikací. Především existuje nezanedbatelné riziko, že podíl amerického trhu na globální tržní kapitalizaci není dlouhodobě udržitelný. Pokud by se americké akcie nacházely v prostředí, kde již další expanze valuací není realistická, mohou i mírné změny sentimentu vést k nadprůměrné volatilitě či korekcím. Současně platí, že vysoká koncentrace v několika největších amerických titulech zvyšuje zranitelnost portfolií globálních investorů vůči specifickým rizikům amerického technologického sektoru, například regulatorním zásahům, narušení inovační dynamiky nebo cyklickému útlumu.

Na druhé straně přetrvávající podváženost velkých rozvíjejících se ekonomik může vést v budoucnu k postupné rebalanci kapitálu, ať již přirozeným růstem tamních akciových trhů, nebo prostřednictvím změn v globálních investičních tocích. Pokud by se valuace v USA stabilizovaly a zároveň došlo ke zlepšení investičních podmínek v Asii, mohou být právě tyto regiony hlavními příjemci kapitálu velkých institucionálních investorů. To by mohlo přinést nadprůměrné výnosy v delším horizontu pro investory, kteří budou ochotni akceptovat vyšší krátkodobou volatilitu a specifická rizika spojená s těmito rozvíjejícími se trhy.

Celkově tedy podle našeho názoru platí, že současná struktura globálního akciového trhu je extrémně vychýlená a investoři by měli toto riziko zohlednit při strategické alokaci aktiv. Diverzifikace mimo americký trh a zvážení postupného navyšování expozic vůči podreprezentovaným regionům může představovat racionální krok v kontextu střednědobého výhledu a očekávané normalizace amerických valuací.

MSCI ALL COUNTRY WORLD INDEX WEIGHT, GLOBAL GDP SHARE IN PURCHASING POWER PARITY, AND TRAILING P/E



Zdroj: MSCI Inc., IMF, Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

INVESTIČNÍ VÝHLED

1 Očekáváme, že americký dolar bude i nadále graduálně trendově oslabovat, a to primárně kvůli rekordní zadluženosti americké vlády, včetně její velice nepříznivé současné dynamiky, velice výraznému deficitu běžného účtu platební bilance a rekordně záporně čisté mezinárodní investiční pozici (NIIP).

2 Globální dluhopisová třída aktiv je jako celek oceněna stále poměrně atraktivně s tím, že průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti je s aktuální hodnotou kolem 3,5 % na nejvyšší hladině od roku 2009.

3 Rovněž se domníváme, že zhodnocení kapitálu pro investory z držby dluhopisů bude v následujících letech vyplývat především z inkasovaných úrokových kupónových plateb, zatímco tržní ceny dluhopisů, resp. jejich výnosy do doby splatnosti by měly být trendově v průměru relativně stabilní, a tudíž kapitálové zhodnocení by mělo být optikou středního investičního horizontu relativně zanedbatelné.

4 U českých vládních dluhopisů i nadále udržujeme podváženou duraci neboli úrokové riziko, a to primárně kvůli z dlouhého historického pohledu stále podprůměrné maturitní prémii, tedy podprůměrnému rozdílu ve výnosech do doby splatnosti mezi vládními dluhopisovými emisemi delších a kratších splatností, stále hodně zvýšenému českému rozpočtovému deficitu, i nadále ne zcela dohašenému inflačnímu požáru a nepříznivým globálním faktorům v podobě rekordní vládní zadluženosti v klíčových ekonomikách.

5 Na korporátní dluhopisy máme z velice krátkodobého pohledu jednoho až dvou kvartálů spíše opatrný názor, protože tzv. kreditní marže neboli kreditní spready se pohybují velmi výrazně pod dlouhodobými historickými průměry, prakticky na nejnižší úrovni od roku 2007 před vypuknutím globální finanční krize. Nicméně celkové, all-in, výnosy do doby splatnosti korporátních dluhopisů jsou stále poměrně solidní.

6 Nejširší globální akciový index MSCI All Country World je na historickém maximum kolem 1000 bodů, což nás do následujícího období nabádá k určité opatrnosti. Akciové valuace – na absolutní bázi i na relativní bázi vůči dluhopisům – jsou nyní na historických maximech nebo poblíž historických maxim. Tento analytický závěr se přitom týká primárně amerických akcií a obecně akcií ze sektoru informačních technologií. To rozhodně implikuje určitou střídmost, co se týče očekávaných průměrných ročních výnosů na středním až dlouhém investičním horizontu kolem deseti let.

7 Na druhou stranu nyní považujeme aktuální valuace akcií v Evropě, Japonsku a na rozvíjejících se trzích za podstatně atraktivnější než v případě akcií amerických. Primárně proto tyto regiony v rámci naší globální akciové alokace nyní preferujeme.

8 Za hlavní globální makroekonomická a investiční rizika nyní považujeme: 1) nejistotu ohledně bezprecedentního cyklu investičních výdajů spojených s AI, resp. výrazně horší návratnost (ROIC) těchto investic, případně prasknutí valuační bubliny v technologickém sektoru; 2) výraznější napětí na trzích privátních aktiv (private equity, private debt); 3) globální stagflaci, především v USA; 4) vládní dluhovou krizi v USA; a 5) vládní dluhovou krizi v Japonsku.

9 Vzhledem k výše uvedenému nyní investorům doporučujeme co nejvíce diverzifikovaná portfolia, a to jak co se týče jednotlivých tříd investičních aktiv – 1) hlavní třídy aktiv, resp. veřejné trhy: akcie, vládní dluhopisy a korporátní dluhopisy, a 2) alternativní třídy aktiv, resp. trhy privátních aktiv: nemovitosti, private equity, venture capital, private debt a venture debt – tak i co se týče regionální diverzifikace.

ODBORNÝ POJEM MĚSÍCE

MAKRO-FISKÁLNÍ IDENTITA

Poměrový ukazatel vládní dluh k HDP patří mezi nejdůležitější indikátory makroekonomické stability, fiskální udržitelnosti a suverénního rizika. Jeho vývoj je předmětem pozornosti vlád, centrálních bank, ratingových agentur i finančních trhů. Základním analytickým nástrojem pro pochopení jeho dynamiky v čase je jednoduchá, avšak mimořádně silná makro-fiskální identita, která propojuje fiskální politiku, hospodářský růst a úrokové sazby.

Základní rovnice dynamiky dluhu – Standardní rovnice vývoje poměru vládního dluhu k HDP má tvar:

$$b_t = \frac{1 + r_t}{1 + g_t} b_{t-1} - pb_t$$

kde bt označuje dluh k HDP, rt efektivní nominální úrokovou sazbu z vládního dluhu, gt nominální tempo růstu HDP, které je definováno jako reálné tempo růstu HDP plus míra inflace, a pbt primární saldo veřejných financí (v poměru k HDP).

Tato rovnice ukazuje, že změna dluhového poměru je výsledkem tří základních faktorů: počáteční úrovně dluhu, rozdílu mezi úrokovou sazbou a tempem nominálního růstu ekonomiky a primární rozpočtové bilance.

Klíčovým pojmem je tzv. úrokově-růstový diferenciál (r – g). Pokud je úroková sazba vyšší než tempo nominálního růstu ekonomiky, dluh má tendenci se „sám“ zvyšovat, a to i při vyrovnané primární rozpočtové bilanci. Tento mechanismus se označuje jako efekt sněhové koule, protože úrokové náklady se kumulují na stále větší dluhové bázi.

Naopak pokud platí r < g, může se dluh k HDP snižovat i při mírném primárním rozpočtovém deficitu. Tento stav byl typický pro řadu vyspělých ekonomik v období po globální finanční krizi, kdy velmi nízké úrokové sazby výrazně zmírňovaly fiskální omezení.

Primární rozpočtová bilance neboli primární saldo rozpočtu představuje část veřejných financí, kterou vláda přímo kontroluje prostřednictvím daňové a výdajové politiky. Primární rozpočtový přebytek snižuje dluhový poměr, zatímco primární rozpočtový deficit jej zvyšuje. Z rovnice plyne, že čím vyšší je počáteční dluh, tím větší primární rozpočtový přebytek je nutný k jeho stabilizaci, a to zejména v prostředí nepříznivého úrokově-růstového diferenciálu.

Z analytického hlediska je důležité rozlišovat mezi cyklickým a strukturálním primárním rozpočtovým saldem. Pro dlouhodobou udržitelnost je rozhodující strukturální složka, nikoli dočasné vlivy hospodářského cyklu.

Tato rovnice má zásadní implikace pro makroekonomické prognózy. Ukazuje, že fiskální konsolidace sama o sobě nemusí stabilizovat dluh, pokud je doprovázena slabým nominálním ekonomickým růstem nebo prudkým růstem úrokových sazeb. Stejně tak zdůrazňuje, že růstová politika (investice, produktivita, pracovní trh) je klíčovým faktorem fiskální udržitelnosti.

Pro makroekonomické scénáře je proto nezbytné konzistentně modelovat trajektorii růstu, inflace, úrokových sazeb i fiskální politiky. Malé změny v předpokladech o r nebo g mohou při vysokém dluhu vést k výrazně odlišným výsledkům.

Z pohledu investorů slouží tato makroekonomická identita jako základní rámec pro hodnocení suverénního rizika, vývoje vládních dluhopisů a dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí. Finanční trhy a investoři sledují zejména to, zda je daná ekonomika schopna generovat primární rozpočtové přebytky v okamžiku, kdy se úrokově-růstový diferenciál zhoršuje.

Rovnice rovněž pomáhá vysvětlit, proč mohou země s vysokým dluhem dlouho fungovat bez problémů (pokud r < g), ale také proč se situace může relativně rychle zlomit při změně finančních podmínek.

Rovnice dynamiky dluhu k HDP představuje jeden z nejdůležitějších analytických nástrojů moderní makroekonomie. Jednoduchým a transparentním způsobem propojuje fiskální politiku, hospodářský růst a finanční podmínky. Pro makroekonomickou i investiční analýzu je nepostradatelná, protože umožňuje pochopit nejen současný stav veřejných financí, ale především jejich budoucí trajektorii a rizika.

MICHAL STUPAVSKÝ, CFA
Investiční stratég skupiny Conseq
stupavsky@conseq.cz

Michal Stupavský působí v Consequ od roku 2017. Jako investiční stratég zodpovídá za globální ekonomickou analýzu, analýzu globálních akciových a dluhopisových trhů, prezentování společnosti v médiích a komunikování aplikovaných investičních strategií obchodním partnerům.

Michal má 18 let zkušeností z finančních trhů, asset managementu, investičního poradenství a velkých nadnárodních průmyslových korporací. Před svým působením v Consequ působil ve společnostech X-Trade Brokers, Orlen Unipetrol a Cemex.

Michal vystudoval finance a oceňování podniku na VŠE v Praze, jeden semestr strávil v Miláně na Università Bocconi a je rovněž držitelem mezinárodního titulu CFA (Chartered Financial Analyst).

Michal je autorem diplomové práce Behaviorální finance – Implikace pro investory (2011, 2016), spoluautorem první české knihy o behaviorálních financích Investor 21. století (2013) a autorem Slovníku investora (2020).

Důležitá upozornění:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) ani poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých kurzech a výnosech uvedené v tomto dokumentu nelze považovat za indikátor budoucího vývoje. Hodnota investice do podílových fondů může s časem jak stoupat, tak i klesat. Conseq Investment Management, a.s., ani jiná osoba nezaručují návratnost původně investované částky, nepřebírají odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů uvedených v tomto dokumentu ani za přesnost a úplnost těchto údajů a doporučují investorům konzultovat investiční záměry s odbornými poradci. Další informace, sdělení klíčových informací, kopie statutu (prospektu) fondu a poslední výroční a pololetní zprávy můžete (zdarma) získat v sídle společnosti Conseq Investment Management, a.s., nebo na www.conseq.cz.

Zjistěte více!

Kontaktujte nás
fondy@conseq.cz
+420 225 988 225
www.conseq.cz