

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	-2,61 %	USA	-2,34 %	USD/EUR	-2,64 %	Ropa Brent	-0,71 %
Evropa – DJ Stoxx 600	1,74 %	Evropa	-2,33 %	CZK/USD	1,49 %	Zemní plyn	2,35 %
Japonsko – Nikkei225	0,43 %	ČR	-1,12 %	CZK/EUR	-1,17 %	Sil. elektřina	-
MSCI Emer. Mark.	-6,54 %	Polsko	-1,23 %	PLN/EUR	-0,07 %	Zlato	-4,81 %
ČR – PX	6,32 %	Maďarsko	-2,26 %	HUF/EUR	-3,27 %	Stříbro	-12,06 %
Polsko – WIG30	-3,10 %	Turecko*	4,36 %	TRY/EUR	-2,29 %	Měď	-2,73 %
Maďarsko – BUX	-1,23 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

**Předstihové indikátory se dále zlepšily, společně s inflací ukazují, že měnová politika se bude muset dále výrazně zpřísnit.**

**Tempo růstu HDP ve 4. čtvrtletí 2022** potvrdilo, že ekonomika stále nespádla do recese, kterou jí mnozí vlivem růstu cen energií a obecně inflace předpovídali. Ekonomika totiž ve 4. čtvrtletí navzdory očekávání na pokles o 0,1 % q/q stejně rychlým tempem vzrostla, což znamená, že rostla v každém čtvrtletí minulého roku a že **růst ve 4. čtvrtletí dosáhl 1,9 % r/r (a za celý rok pak výrazně přes 3 %)**. Nejrychleji z velkých ekonomik rostla v posledním čtvrtletí minulého roku ekonomika Španělska (+0,2 % q/q), následována Francií (+0,1 % q/q); německá ekonomika poklesla nakonec o 0,4 % q/q a italská o 0,1 %. Struktura růstu za celou eurozónu prozatím zveřejněna nebyla, máme tedy stále jen informace o růstu ve Francii a ve Španělsku. Ve Francii mezičtvrtletně výrazně zpomalila poptávka domácností (-0,9 % q/q), což přineslo pozitivní efekt v podobě kladného příspěvku čistého exportu (dovozy -1,9 %, vývozy -0,3 %). Překvapivě však rostla hrubá tvorba fixního kapitálu (+0,8 % q/q) – a nebylo to kvůli zásobám (které přispěly k růstu ve 4Q22 mírně negativně). Ve Španělsku jsme také zaznamenali pokles poptávky domácností (-1,8 % q/q, ovšem po předcházejících dvou čtvrtletích velmi silného mezičtvrtletního růstu o 2,3 %, resp. 1,8 %), ale také pokles hrubé tvorby fixního kapitálu (-3,8 % q/q). V důsledku silného mezičtvrtletního poklesu dovozu (o 4,2 %) a jen mírného poklesu u exportů (o 1,1 %) byl příspěvek čistého vývozu k růstu ve 4Q22 pozitivní.

Tvrdá data zveřejněná během února byla slabá, týkala se však vesměs jen konce minulého roku; měkké indikátory se naopak zlepšily.

**Maloobchodní tržby koncem 4. čtvrtletí** po (nahoru revidovaném) listopadovém růstu o 1,2 % m/m **poklesly o výrazných 2,7 %**. **Meziroční tempo dosáhlo -2,8 %**. První lednová data jsou však mnohem lepší a ukazují, že část prosincového poklesu byla v lednu nejspíš smazána – tržby v několika malých ekonomikách totiž po prosincovém poklesu v lednu výrazně narostly (Nizozemí +4,9 % m/m, Portugalsko +1,7 %). I s prosincovým meziměsíčním poklesem však byl meziroční výsledek výborný – po roce, kdy se inflace utrhla způsobem neviděným několik desetiletí, je růst tržeb za celý minulý rok (o 0,7 % oproti roku 2021) výsledkem, o němž se nezdálo snad nikomu.

Je to samozřejmě z velké části zásluhou trhu práce. Míra nezaměstnanosti zůstala i koncem roku 2022 na historickém minimu (6,6 %), přičemž nejnižší z velkých zemí je stále v Německu (v prosinci dokonce klesla na 2,9 %), nejvyšší ve Španělsku (13,1 %). Růst mezd stále zůstává relativně utlumený: [index sjednaných mezd](#), který sleduje ECB, přidal v prvním čtvrtletí 3 % r/r, ve druhém však pouze 2,5 % r/r, ve třetím a ve čtvrtém opět necelá 3 % (2,88 %, resp. 2,85 %). Scénář přelévání inflace do mezd se tak v agregátních datech zatím příliš nezrcadlí.

**Průmyslová produkce** ve čtvrtém čtvrtletí i vinou prosincového poklesu o 1,1 % **poklesla o 1,7 %**. Z velkých ekonomik poklesla produkce nejvíce v Německu (-2,2 % q/q) a ve Španělsku (-0,2 % q/q), naopak vzrostla v Itálii (+0,5 % q/q) či ve Francii (+0,3 %). Meziročně průmyslová produkce v prosinci poklesla o 1,7 %, primárně samozřejmě díky poklesu v Německu, kde produkce v prosinci byla nižší meziročně o necelá 3 %. Ve zpracovatelském průmyslu byla produkce meziročně nižší jen o 0,6 %, což jednak ukazuje, že na poklesu průmyslu se podílí hlavně pokles produkce v dalších sektorech mimo zpracovatelský sektor (tj., hlavně ve výrobě energie). To je ve světle minulého vývoje předstihových indikátorů i energetické krize výborný výsledek.

Že 4. čtvrtletí bude v průmyslu slabé, ukazovaly předstihové indikátory. **Index nákupních manažerů (PMI)** ve zpracovatelském průmyslu se sice **v listopadu i v prosinci 2022 oproti říjnu (46,4 bodu) mírně zlepšil** (na 47,1 bodu, resp. na 47,8 bodu), ale zůstal znatelně pod 50 body. Zkraje roku 2023 přišlo však další zlepšení, když se index ve zpracovatelském průmyslu zlepšil v lednu na 48,8 bodu a **v únoru blízko této hodnoty setrval (48,5 bodu)**; v Itálii či ve Španělsku se dostal dokonce nad 50 bodů. Podobný obrázek poskytuje i **index IFO**, který sleduje podmínky v největší ekonomice eurozóny. Podobně jako v listopadu nebo v prosinci se situace v německém průmyslu zlepšila i v lednu a únoru – **koncem února se tak index dostal**

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

na **91,1 bodu**, nejdříve od června 2022 (92,3 bodu), a to primárně díky zlepšujícím se očekáváním. **Subindex hodnotící očekávání** se totiž opět výrazně zlepšil, když poskočil, stejně jako v prosinci či v lednu, nahoru, v únoru pak o více než 2 body. Svou hodnotou **88,5 bodu** se tak dostal nejdříve od února 2022 (98,5 bodu).

**V dominantním sektoru služeb se situace počátkem letošního roku v eurozóně také dále zlepšila.** Poté, co se v lednu index ve službách (50,8 bodu) poprvé od července minulého roku dostal nad hranici oddělující expanzi od kontrakce, se v únoru zlepšil na osmiměsíční maximum **-53 bodů**. Došlo totiž k dalšímu oživení v sektorech finančních služeb a turismu. Zlepšila se dále důvěra v nejbližších 12 měsících, ale také zaměstnanost (i když mírněji než v lednu). Nepříjemnou zprávou však bylo, že opět (a oproti lednu více) narostl subindex výstupních cen, což ukazuje, že inflační tlaky zatím moc nepolevují.

Obecné zlepšování sentimentu potvrdila i **spotřebitelská důvěra** měřená Evropskou komisí. Ta se ještě v září minulého roku poklesla na **-28,7 bodu** dostala na nové historické minimum (o 4 body pod předchozí dno z dubna 2020), od té doby se ale kontinuálně zlepšovala, v lednu 2023 na **-20,7 bodu** a **v únoru na -19 bodů**. To je sice z historického hlediska stále pod úrovními zaznamenanými během finanční krize v letech 2008–9 či během dluhové krize, ale už také na nejvyšší úrovni od února 2022 (-9,5 bodu).

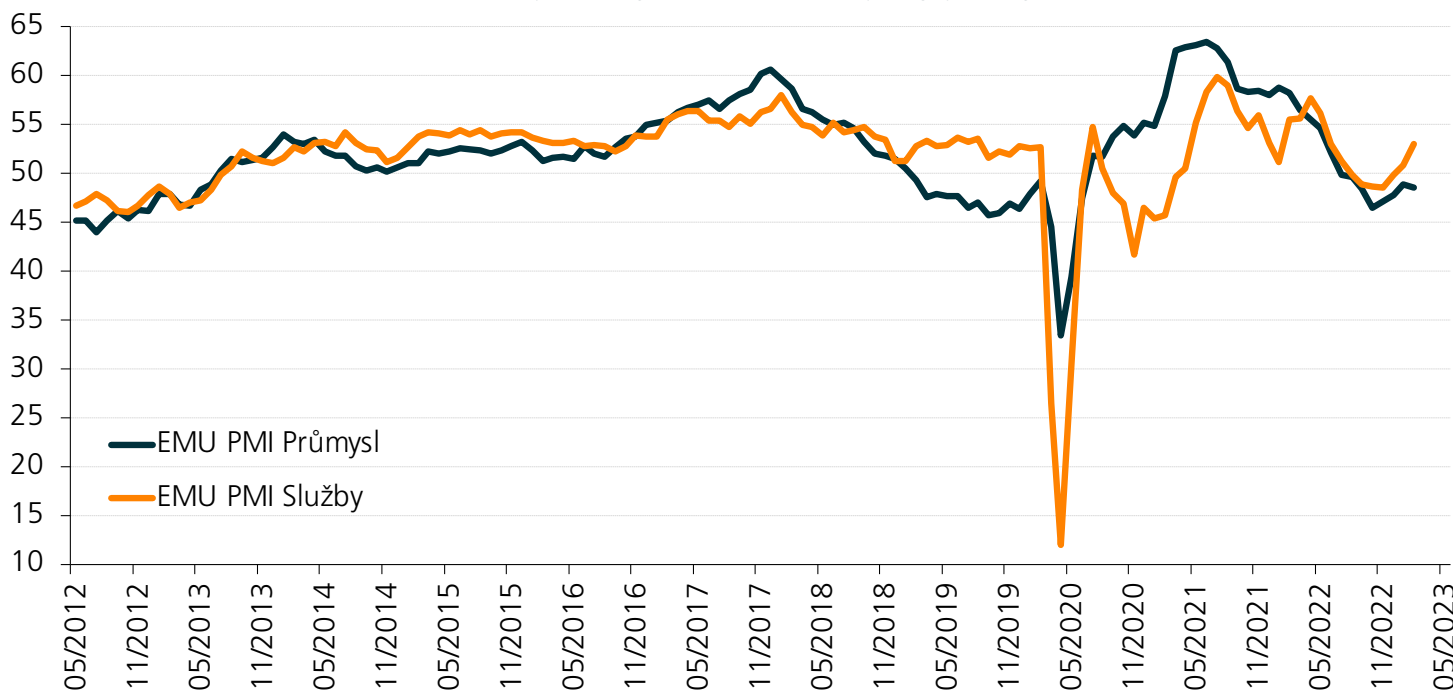
**Inflace v lednu** dle finálních dat meziměsíčním poklesem o 0,2 % **zvolnila** z prosincových 9,2 % **na lednových 8,5 %**. U nejsledovanější **jádrové inflace** došlo v lednu sice také k poklesu (o 0,8 % m/m), ale to je pro leden typické – reportovaný harmonizovaný index spotřebitelských cen totiž není sezonně očištěn a zrcadlí se v něm povánoční slevy. Po jeho očištění by růst zůstal kladný (+0,5 % m/m). Meziročně se jádrová inflace dokonce z prosincového historického maximum (5,2 %) dále zvýšila na **5,3 %**. **První data z února nejsou moc optimistická**: francouzská i španělská inflace vzrostly o procento meziměsíčně, německá o 0,8 %. Všechna tato čísla byla horší než očekávání trhu, takže lze předpokládat, že jádrová inflace za únor bude nepříjemným překvapením.

Ve 4. čtvrtletí poklesly konečně také **ceny průmyslových producentů: v říjnu poklesly o 2 %, v listopadu o 1 % m/m a v prosinci přidaly 0,3 %**. Bylo to sice primárně díky cenám energií (říjen -7,2 %, listopad -3,3 %, prosinec +1,3 %, vždy m/m), ale i to je důležité. V MIG („main industry grouping“) bez energií ceny ve 4. čtvrtletí klesly jen mírně (+0,5 % m/m v říjnu, a pak v listopadu i v prosinci shodně -0,7 % m/m).

ECB na svém zasedání 2. 2. 2023 zvýšila sazby o 50 b. b. na 2,5 % a naznačila, že nejméně dvě další zvýšení nás čekají. Lagardeová mluvila na tiskovce velmi jestřábím hlasem, když prohlásila že inflace je stále „*velmi vysoká*“, že „*poptávkové tlaky jsou velmi živé*“ a když kupř. na otázku, zda v březnu uvidíme poslední utažení, odpověděla „*ne, ne, ne*“. Během února dále sílily hlasy, aby další zvýšení v polovině března nebylo jen o půl procentního bodu, čemuž inflační data za únor, zveřejněná v samém závěru měsíce, pak dále notně pomohla.

**Silná data z trhu práce, silný lednový maloobchod a vyšší inflace vrátily na trh očekávání dalšího růstu sazeb FEDu, výraznějšího, než se předpokládalo.**

Předstihové indikátory se zkraje roku dále zlepšily, nejvýrazněji ve službách.



## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## USA

**Po technické recesi** v první polovině roku **2022** se americká ekonomika **v jeho druhé polovině vrátila do černých růstových čísel**. Ve třetím čtvrtletí vzrostla anualizovaným reálným tempem o 3,2 %, ve čtvrtém čtvrtletí pak dle druhého odhadu o 2,7 % (vs. 2,9 % v odhadu prvním). Ve struktuře ve čtvrtém čtvrtletí dominoval příspěvek spotřeby domácností (+0,9 p. b.), následován příspěvkem čistého exportu (+0,46 p. b.) či vlády (+0,63 p. b.).

Měsíční data zveřejněná během února 2023 byla silná.

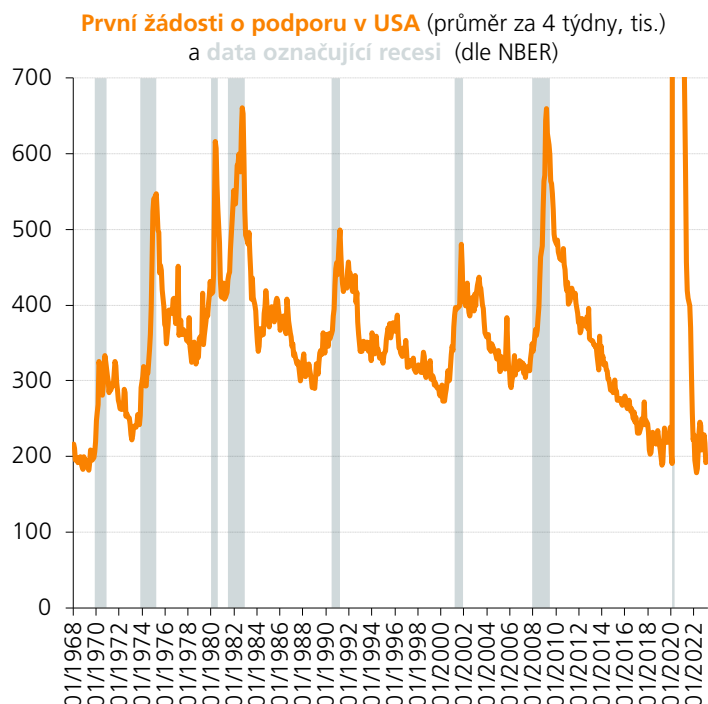
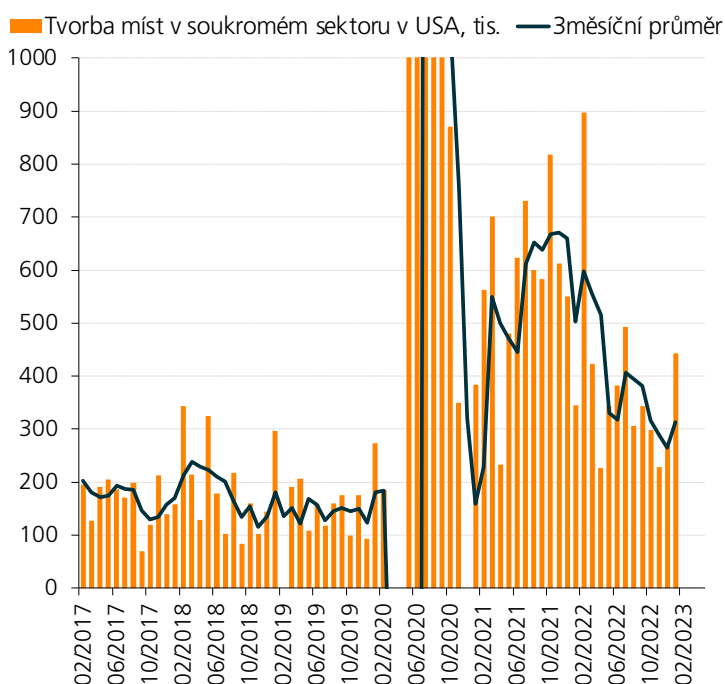
**Reálné maloobchodní tržby** v listopadu i v prosinci 2022 výrazně klesly, a to o 1,3 % m/m, resp. o 1,2 % m/m, **v lednu** se však velmi rychle zvedly a většinu poklesu z konce roku 2022 svým reálným **meziměsíčním růstem o 2,4 %** vymazaly. Meziročně pak tržby v lednu reálně stagnovaly, což v situaci, kdy inflace v roce 2022 byla nejvýše od 80. let, nelze označit jiným slovním spojením než „nečekaný úspěch“.

Největší zásluhu na tom má samozřejmě trh práce, který je nejsilnější za 50 let. V **lednu míra nezaměstnanosti** dosáhla **3,4 %**, což je nejnižší hodnota od května 1969. Velmi nízké jsou i další sledované míry nezaměstnanosti – **míra U6** (zahnující kromě nezaměstnaných i ty, kteří pracují méně, než by chtěli, a ty, kteří hledání práce vzdali kvůli absenci naděje, že nějakou najdou) byla v lednu stejně jako v prosinci **6,5 %**. Pokračuje rovněž rychlá tvorba pracovních míst – **v lednu 2023 vytvořila americká ekonomika 443 tis. nových pracovních míst v soukromém sektoru, což bylo násobně nad očekáváním**. Navíc, revize dat za předchozí měsíce ukázala, že tvorba pracovních míst byla v minulém roce ještě rychlejší, než bylo původně reportováno. Není divu, že průzkum JOLTS opět potvrdil, že počet volných pracovních míst zůstává velmi vysoký – zatímco před pandemií se tento indikátor pohyboval kolem 6–7 mil., dnes je na dvouciferných hodnotách a **v prosinci dále vzrostl nad 11 mil.** Velmi vysoko je míra dobrovolných odchodů z práce, níž než před pandemií je naopak míra nucených odchodů ze zaměstnání. **Rozdíl v tempu růstu mezd** mezi těmi, kdo práci nedávno změnili, a těmi, kdo ji nezměnili, je nejvyšší od (nejméně) konce 90. let. **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti** se již 6 týdnů drží pod 200 tis., což je nejdelší takové období od roku 1969. Všechna tato data tak indikují jediné – velmi napjatý trh práce.

Je proto zvláštní, že mzdy nerostou rychleji. Dle dat **Atlantského FEDu** (založených na průzkumu Current Population Survey, neboli CPS) vzrostly mzdy v lednu 2023 o 6,1 % r/r, (v červnu 2022 to ještě bylo 6,7 %) zatímco dle dat z tzv. Current Employment Statistics (CES) se díky růstu o 0,3 % m/m v lednu dostalo čtvrtletní tempo růstu na 1,1 % (resp. pololetní na 2,2 %); meziročně bylo tempo 4,4 % pak nejpomalejší od srpna 2021.

**Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v lednu po výrazném prosincovém růstu (+5,1 % m/m) poklesly o 4,5 % m/m**, bylo to však jenom zásluhou volatili kategorie letadel a zbraní: po vyloučení těchto dvou kategorií došlo v prosinci naopak k mírnému poklesu (-0,3 % m/m) a v lednu k růstu o 0,8 %. Jsou to samozřejmě nominální čísla, ale meziroční nominální tempo růstu o 4,6 % v lednu 2023 není špatné ani po zohlednění inflace.

## Trh práce je v nejlepším stavu za dlouhá desetiletí.



Zdroj: Tvorba míst (BLS, dostupné ZDE), první žádosti (Bloomberg)

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### USA

Není to ale zas takovým překvapením, celkem dobře si vzhledem k okolnostem v minulém roce vedla (reálná) **průmyslová produkce**, která za celý rok **přidala zhruba 4 %**. V posledním čtvrtletí minulého roku se však i její dynamika zhoršila: po říjnové stagnaci klesla o 0,6 % v listopadu a o procento v prosinci. **Letošní rok začala průmyslová produkce reálnou meziměsíční stagnací, meziroční tempo produkce pak zpomalilo na 0,8 %**.

**Jádrová inflace v lednu znovu zrychlila, když přidala 0,6 % m/m**, což po 4. čtvrtletí, v němž jádrová inflace rostla ve srovnání s předcházejícími měsíci meziměsíčně pomaleji (+0,3 % v říjnu, +0,2 % v listopadu, +0,4 % v prosinci), narušilo víru trhů, že sazby FEDu jsou už blízko svého vrcholu a brzy se dočkáme dokonce snížení sazeb. Silný zůstal zejména růst cen tržních služeb, který v posledním čtvrtletí dosáhl +1,5 % a v posledním pololetí pak +3 %. Meziročně pak tato složka PCE inflace, jež je nejvíce ovlivněna mzdovým vývojem, dosáhla 6 %, což je nejvýše od 80. let.

FED však na svém zasedání počátkem února 2023 opět zpomalil v měnově-politickém tažení, když zvýšil sazby už „jen“ o 0,25 p. b. do pásma 4,5–4,75 %. Sice v zápisu po zasedání naznačil, že ještě není konec („*bude vhodné ještě zvýšit sazby*“, „*práce ještě není celkem hotová*“, „*bylo by předčasné, velmi předčasné vyhlásit vítězství*“), ale na tiskovce už zazněly i holubičí věty (třeba Powellova: „*můžu poprvé říct, že desinflační proces započal*“). Během února však trhy, které se ještě jeho počátkem opájely nadějí na brzký pokles sazeb, vystřízlivěly a vlivem silných makroekonomických dat (maloobchod, trh práce) i kvůli vyšší inflaci začaly počítat s tím, že sazby nejenomže hned tak neklesnou, ale že vrchol v tomto cyklu bude znatelně nad pěti procenty.

### CEE3

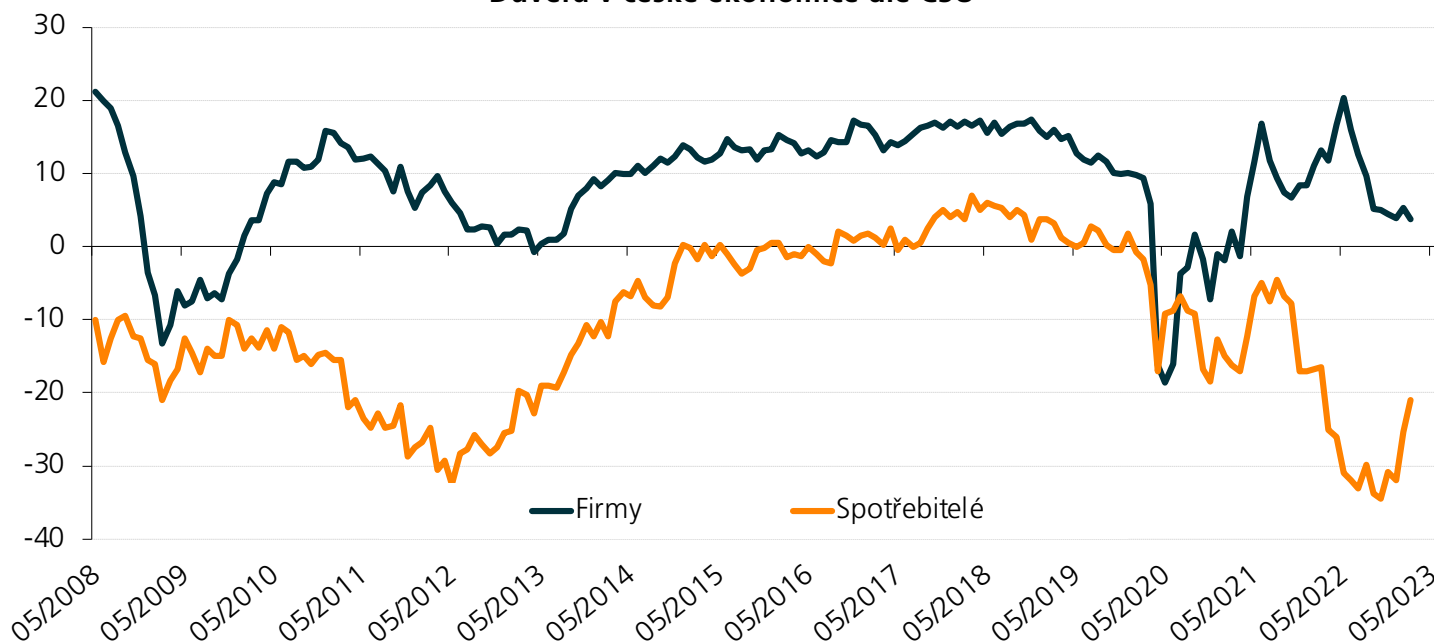
#### ČR

**Důvěra domácností se dále zlepšuje, velmi napjatý trh práce začíná znervózňovat centrální bankéře.**

**Růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí** dosáhl dle prvního odhadu mnohem lepšího výsledku (**-0,3 % q/q, +0,4 % r/r**), než bylo tržní očekávání i očekávání ČNB. ČNB totiž ve své listopadové prognóze předpokládala, že meziroční tempo dosáhne ve 4. čtvrtletí -0,7 %, což implikuje, že počítala s mezičtvrtletním poklesem ekonomiky o cca 1,5 %. Strukturální data samozřejmě zatím nebyla zveřejněna (stane se tak až po uzavěrce tohoto materiálu, 3. března), ČSÚ jenom sdělil, že za mezičtvrtletním poklesem byla zejména nižší poptávka domácností, což ale určitě není překvapivé. Nečekané spíše je, jak se ekonomika vyrovnala se šoky roku 2022: celkový reálný růst HDP o 2,5 % oproti roku 2021 je velmi překvapivým (a pozitivním) výsledkem.

**Měsíční data zveřejněná během února byla smíšená.**

Důvěra domácností se dále zlepšuje  
Důvěra v české ekonomice dle ČSÚ



## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

## ČR

**Průmyslová produkce** koncem čtvrtého čtvrtletí po výrazném listopadovém růstu (o 3,1 % m/m) fakticky stagnovala (+0,2 % m/m), meziročně se tak tempo růstu dostalo koncem minulého roku na +4 %. Za celé čtvrté čtvrtletí produkce klesla o 0,5 %. Za celý minulý rok vzrostla o 1,7 % a vyrovnala předcovidovou úroveň z roku 2019. Nejvíce se na tom podílela produkce automobilů, která v minulém roce vzrostla o desetinu. Ve čtvrtém čtvrtletí pak také **výrazně vzrostly mzdy**, a to meziročně o bezmála 10 % (v prosinci samotném o necelých 8 %). Počet zaměstnanců zůstal meziročně prakticky neměnný, když zaměstnanost v prosinci poklesla jen o zanedbatelných 0,6 % r/r. S těmito daty moc nekorespondoval vývoj indexu **PMI**. Ten totiž v listopadu (41,6 bodu), ale i v prosinci (42,6 bodu) **zůstal hluboko pod 50 body**, tj. v jasné kontrakci. Negativně vyzníval (a skutečnosti z průmyslu opět neodpovídal) také průzkum důvěry ČSÚ u firem, dle kterého důvěra firem od června klesala, 4. čtvrtletí nevyjímaje.

**Počátkem roku 2023 se měkké indikátory v průmyslu zlepšily, ale jen velmi mírně. Index PMI** narostl v lednu na 44,6 bodu a **v únoru zůstal prakticky nezměněný (44,3 bodu)**, což je sice lepší výsledek než ve 4Q22, ale stále hluboko v pásmu kontrakce. **Důvěra firem zůstala v únoru (3,8 bodu) na hodnotě z konce prosince (3,9 bodu)**.

**U důvěry domácností se situace počátkem roku zlepšila výrazně**, i když stále odpovídá tomu, jak by člověk při současné (více než dvě desetiletí neviděné) inflaci čekal – jejich důvěra je nízká. Poté, co se v říjnu dostala na nové historické minimum (-34,5 bodu), se další 4 měsíce výrazně kontinuálně zlepšovala, **v únoru až na -21 bodu**. To je sice výrazné zlepšení, ale je potřeba si uvědomit, že i únorová hodnota důvěry je stále nižší než třeba kdykoliv během let 2008 až 2010.

**Vývoj maloobchodních tržeb pesimismu odpovídá, ale pouze částečně.** V posledním čtvrtletí 2022 klesly reálné maloobchodní tržby dohromady o 2,1 %, pokles v posledních 6 měsících dosáhl 2,8 % a kvartální ani pololetní dynamika se od léta nezhoršují. Je tak dle nás pravděpodobné, že na propadu poptávky pozorovaném v létě 2022 se více podepsal strach po vypuknutí války než skutečná ekonomická situace. Ta se totiž fakticky moc nezhoršila – nezaměstnanost je stále velmi nízká (nejnižší v EU), mzdy rostou zhruba sedmiprocentním tempem a pro letošek jak ČNB, tak my čekáme akceleraci tohoto tempa. První náznaky, jak by to mohlo vypadat, ukázal **růst mezd, který si vyjednali zaměstnanci v nošovické fabrice** (+12 % od dubna a dalších +8 % od ledna 2024). Trh práce a z toho plynoucí riziko neukotvených inflačních očekávání **už začíná znervózňovat i doposud holubičí členy Bankovní rady**. V zápisu ze zasedání z 2. února tak například stojí, že „K. Kubelková by riziko neukotvených inflačních očekávání nepodceňovala, a to i s přihlédnutím k výraznému růstu mezd ve třetím čtvrtletí 2022 a k nejistému mzdovému vývoji do budoucna“, že podle O. Dědka „jsou některé údaje z trhu práce zneklidňující“ či že „J. Frait souhlasil se sekci měnovou, že trh práce se nezchladuje tak rychle, jak by bylo záhodno pro spolehlivý návrat inflace do blízkosti 2% cíle v příštím roce.“

**Česká spotřebitelská inflace** (bez zohlednění Úsporného tarifu a bez odpuštění poplatku za podporované zdroje energie) **přidala v lednu oproti prosinci 3,4 %**. To znamená, že cenová hladina byla o 18,1 % vyšší než v lednu 2022, a také to, že se ČNB ve své poslední prognóze do lednové inflace svým očekáváním trefila. Jádřová inflace v lednu vzrostla oproti prosinci o 0,8 % a svým meziročním tempem (12,3 %) pak tedy byla o něco nižší, než kde ji dle prognózy očekávala ČNB. Smíšené zprávy přišly pak z **cen producentů**: u těch průmyslových i zemědělských ceny narostly (+5,9 % m/m, resp. +1,7 % m/m), ceny tržních služeb pak poprvé od července minulého roku klesly (-0,3 % m/m). To znamenalo, že v meziročním vyjádření růst cen tržních služeb zpomalil z prosincových 7,3 % na lednových 6,3 %.

Na zasedání ČNB 2. února nedošlo k žádné změně v nastavení měnové politiky. Nová prognóza přinesla samozřejmě vyšší očekávanou inflaci pro letošek (měnově-politická tak nyní dle ČNB v roce 2023 dosáhne v průměru 10,6 %) a její návrat na 2,1 % v roce 2024... To vše při prognózovaném růstu mezd v tržních odvětvích o více než 9 % a za jen velmi mírného poklesu ekonomiky (-0,3 % HDP ve 2023) a minimálního růstu nezaměstnanosti. Jinými slovy, ČNB říká, že inflace zmizí bez dalšího utážení měnové politiky do příštího roku sama. Ze zápisu, jenž byl zveřejněn během února, však bylo (jak jsme naznačili výše) patrné, že trh práce bankéře znervózňuje.

## POLSKO

**Inflace v lednu dále zrychlila, polská centrální banka však čeká na spásu ze zahraničí a sazby již dále nezvyšuje.**

Růst polského **HDP** dosáhl dle dat polského statistického úřadu **ve 4. čtvrtletí -2,4 % q/q** (a tedy 0,4 % meziročně). Nejvíce se na mezičtvrtletním poklesu podílely poklesy zásob (fixní investice přidaly 1,3 % q/q, celkové – tj. fixní včetně zásob – však mezičtvrtletně ve stejném rozsahu poklesly) a poptávky domácností (-2,5 % q/q). Vývoz klesl o 0,9 % q/q, dovoz o 1,6 %.

**Průmyslová produkce** poté, co v listopadu a v prosinci vzrostla o 1,4 %, resp. 1 % m/m, **v lednu 1,3 % odepsala**. Meziroční tempo růstu zůstalo kladné, když dosáhlo +0,3 % (po sezonním očištění). Na lednovém meziměsíčním výsledku se podílel pokles ve zpracovatelském průmyslu, produkce energií naopak narostla. Index **PMI** tomuto vývoji v lednu konečně odpovídal (v lednu 2023 se index totiž zlepšil na 47,5 bodu). **V únoru se pak dále zlepšil na 48,5 bodu**, což bylo sice podesáté v řadě pod 50, ale také to bylo desetiměsíční maximum. Opět sice ještě klesly nové objednávky, ale už jenom mírným tempem. Dobrou zprávou bylo, že subindex vstupních i výstupních cen zpomalil, u prvně zmíněného nejnižší od července 2020.

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

## POLSKO

**Reálné maloobchodní tržby** v lednu po výrazném a nečekaném prosincovém poklesu (o 4,8 % m/m) **přidaly meziměsíčně 2,3 %**. Meziročně byly tržby v lednu reálně meziročně nižší o 0,3 %. To je vzhledem k inflaci velmi dobrý (a určitě neočekávaný) výsledek. Není ale až tolik proč se tomuto výsledku divit – tržbám celý minulý rok pomáhal, a i letos pomáhá, trh práce, na němž zatím nedošlo k žádným změnám. **Míra nezaměstnanosti** je stále velmi nízká, v prosinci i v lednu se pohybovala jen lehce nad 5 % (5,2 %, resp. 5,3 %). Nepřekvapí pak tedy určitě to, že dále rostou mzdy – **růst nominálních mezd** dosáhl v lednu **13,5 %**.

**Ve světle shora uvedeného asi nepřekvapí, že inflace nemizí. V lednu** dle prvních dat vzrostla inflace meziměsíčně o 2,4 %, její meziroční tempo (**17,2 %**) se tedy vrátilo poblíž listopadového maxima (17,5 %). Nejvíce se na lednovém meziměsíčním růstu podílely náklady spojené s bydlením (+6 %), zejména kvůli desetiprocentnímu růstu cen elektřiny, plynu a dalších paliv. Dobrou zprávou je, že ve 4Q22 zpomalil růst cen producentů: zatímco ve druhém čtvrtletí vzrostly tyto ceny o 6 %, ve třetím o 2,5 %, ve čtvrtém už jen o cca. procento (v prosinci samotném pak o 0,6 % m/m). **V lednu pak (harmonizované) ceny průmyslových producentů přidaly 0,8 %**.

Centrální banka na svém zasedání 8. února ponechala klíčovou referenční sazbu bez změny na 6,75 %. Evidentně totiž očekává, že zpomalení růstu v zahraničí pomůže ztlumit inflační tlaky v Polsku: v zápisu z února totiž stejně jako v lednu, figurovaly informace, že „*očekávané oslabení vnějších ekonomických podmínek spojené s utahováním politiky velkých centrálních bank povede ke zkrácení inflace i cen komodit*“ a že „*ve světle uvedeného je dosavadní utahování politiky v Polsku dostatečné*“. Vzhledem k výrazné dvouciferné inflaci a dvoucifernému růstu mezd bychom si však s tím dovolili polemizovat.

## MAĎARSKO

**Ekonomika vykazuje znaky zakořeněné mzdové inflační spirály, jak skoro dvacetiprocentní růst mezd a více než dvacetiprocentní inflace ukazují.**

**V Maďarsku ekonomika poklesla koncem minulého roku podruhé v řadě, ale jen sotva znatelným tempem.** Po mezičtvrtletním poklesu ve třetím čtvrtletí o 0,7 % klesla ve čtvrtém o 0,4 %, a to zejména vinou výrazného poklesu (o 5,8 %) hrubé tvorby fixního kapitálu. Poptávka domácností překvapivě rostla, a to o 0,3 % q/q (a o jedno procento meziročně). Meziroční tempo růstu HDP dosáhlo ve 4. čtvrtletí 0,4 %, za celý minulý rok pak 4,6 %. V situaci gigantické, inflace to je v podstatě neuvěřitelné.

**Jako sci-fi se zdá i to, že maloobchodní tržby za celý minulý rok přidaly reálně 5,2 %. V prosinci pak ale o procento poklesly.** Inflace si tak přece jenom svou daň na poptávce domácností ve druhé polovině roku vybrala: tržby ve 4. čtvrtletí klesly o 1,5 %, ve druhém pololetí minulého roku pak o 1,7 %. To, že se poptávce tváří v tvář masivní inflaci relativně daří, je zásluha zejména trhu práce. **Míra nezaměstnanosti** je totiž stále velmi nízká – i když ze dna ve druhém čtvrtletí (3,2 %) setrvale roste, **v listopadu až lednu byla na úrovni 4 %**, což jsou z historického hlediska stále velmi nízké hodnoty. Pokračoval tak (napjatým trhem práce i státními zásahy do minimální a zaručené mzdy živěny) rychlý růst mezd: **meziroční tempo růstu nominálních mezd dosáhlo** v listopadu +16,8 % r/r, **v prosinci pak +18,1 % r/r**.

**Maďarská průmyslová produkce** v říjnu i v listopadu meziměsíčně poklesla, **v prosinci však silně vzrostla**. Poté, co v říjnu odepsala nejvíce (–3,7 % m/m) od pandemie a v listopadu poklesla o dalších 0,6 % m/m, **v prosinci přidala 3,8 % m/m** a za celé poslední čtvrtletí 2022 tedy poklesla jen o 0,6 %. Za celý minulý rok tak produkce ve zpracovatelském subsektoru přidala bezmála 6 %, zejména díky exportu: produkce průmyslového zboží na export vzrostla o 8,4 % r/r, zejména zásluhou patnáctiprocentního růstu v sektoru dopravní techniky, produkce pro domácnosti vzrostla ale jen o 0,3 % r/r.

**Celková inflace se meziměsíčními tempy růstu**, která v každém měsíci minulého roku dosáhla nejméně 1 % m/m (nejvíce 4,1 % m/m v září, nejrychlejší tempo od roku 1993), vyšplhala v prosinci meziročně na 24,5 %. **I počátkem roku 2023 pokračoval růst cen:** v lednu totiž inflace vyrostla nad očekávání rychle, když meziměsíčně přidala 2,3 %, a opět to bylo napříč kategoriemi. Potraviny přidaly 2,4 % m/m, služby rovněž 2,4 % m/m, zboží dlouhodobé spotřeby narostlo o 1 % m/m. Jediné položky, které inflaci v lednu tlumily, byly oblečení (sezonní pokles kvůli povánočním slevám) a energie pro domácnosti. **Meziroční inflace urychlila na 25,7 %** a jádrová na 25,4 %.

Vzhledem k takovému inflačnímu vývoji je překvapivé, že **maďarská centrální banka (NBH) už dále nezvyšuje sazby**. Třináctiprocentní základní sazba a osmnáctiprocentní jednodenní depozitní sazba sice vypadají na první pohled dostatečné, vzhledem k inflaci jsou však reálné sazby stále negativní. Vyjádření po zasedání 28. února bylo opět jestrábí, centrální banka slíbila, že sazby zůstanou vysoko dlouho. Na zasedání došlo také k technickým úpravám povinných minimálních rezerv, které mají motivovat k vyšší držbě likvidity, než je likvidita předepsaná PMR.

## ROPA

V letošním roce se prozatím na ropě nic neděje: jak v lednu, tak v únoru cena ropy jen oscilovala mezi 72 a 78 dolary za barel.

## AKCIOVÉ TRHY

Globální akciové trhy vrátily část zisků z předešlých týdnů. Klesaly především americké trhy (index S&P 500 -2,6 %), evropské trhy začaly ztrácet až v druhé polovině února a meziměsíčně ubránily mírné zisky (index DJ STOXX 600 +1,7 %). Poslední dva únorové týdny docházelo k částečnému uzavírání nabytých zisků, když začaly sílit obavy ohledně dalších kroků centrálních bank. Centrální bankéři budou nadále pokračovat v utahování měnových podmínek, pomocí zvyšování úrokových sazeb a snižování svých bilancí, a to tak dlouho, dokud se trend růstu cenové hladiny zřetelně neotočí. Růst požadovaných výnosů u státních dluhopisů v Evropě a USA (10letý UST se dostal nad 4 %) tak vedl k propadu akciových trhů. Oproti tomu však nadále přicházela relativně slušná makroekonomická data, která s očekávaným oživením čínské ekonomiky nadále drží akciové trhy na silných úrovních. Hospodářské výsledky společností za 4Q2022 vyzněly v průměru lépe, než byly odhady trhu, nadále se však v následujících dvou kvartálech očekává meziroční pokles zisků s výraznějším růstem až od čtvrtého čtvrtletí letošního roku.

Výkonnost středoevropských akcií byla rozdílná. Zisky si připsaly český index PX (meziměsíčně +6,3 %) a rumunský index BET (+1,4 %). Polský index WIG30 již kopíroval dění ve světě a s narůstající rizikovou averzí zaznamenal ztrátu (-3,1 %), maďarský index BUX (-1,2 %) propadl především z důvodu horších hospodářských čísel farmaceutické společnosti Gedeon Richter, ostatní velké maďarské společnosti přispěly pozitivně. Hlavním důvodem růstu českého PX indexu byla především dobrá výkonnost akcií ČEZu (+16 %), kde se spekuluje ohledně možného výkupu akcií nebo rozdělení společnosti českým státem. Také akcie bank, po dobrých čtvrtletních hospodářských výsledcích, vykázaly slušné kladné zhodnocení.

Akcíím na rozvíjejících se trzích se únoru vůbec nedařilo, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD ztratil přes 6,5 %, a odevzdal tak velkou část lednového růstu. Hlavními důvody jsou obavy z růstu úrokových sazeb, především v USA a v eurozóně, jelikož investoři dále přehodnocují výhled na inflaci v letošním roce a reakci centrálních bank. Posilující americký dolar také nebyl dobrou zprávou. Nejhuře dopadly čínské akcie (např. akcie v Hong-Kongu ztratily 9,4 %), což bylo kromě výše uvedeného také důsledkem aféry se špionážními balóny, které byly sestřeleny na území USA. Indické a korejské akcie rovněž skončily v červených číslech. Nevydařený únor podtrhly akcie v Latinské Americe; horší brazilská makroekonomická data již jen urychlila výprodeje.

## DLUHOPISOVÉ TRHY

### DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během února podobný – výnosy narostly s tím, jak makroekonomická data ukázala, že s vymizením inflace to nebude tak lehké, jak se trhy v prosinci i v lednu domnívaly. Ve Spojených státech

### INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

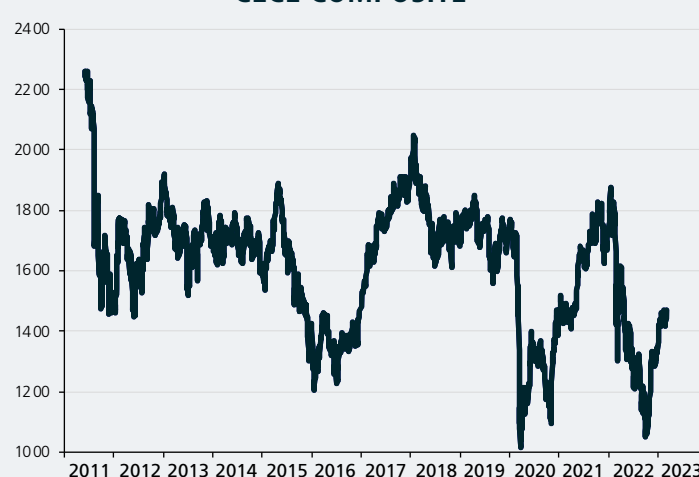
#### MSCI WORLD INDEX



#### MSCI EMERGING MARKETS



#### CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

## DLUHOPISOVÉ TRHY

tak vlivem silného maloobchodu, silných dat z trhu práce a reakcelace inflace výnosy v únoru narostly o 60 b. b. na krátkém konci a o 40 b. b. na dlouhém (desetiletém) konci, takže se u dvouleté splatnosti dostaly na hranici 4,80 % a u desetileté se pak přiblížily hranici 4 %.

V eurozóně byly pohyby o něco méně výrazné, ale i zde zejména vysoká lednová i únorová inflace způsobily znatelný výnosový pohyb směrem nahoru. Na krátkém konci tak výnosy u německých vládních dluhopisů narostly o 50 b. b. na 3,15 %, na dlouhém konci pak o necelých 40 b. b. na 2,7 %.

### DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Na trhu korporátních dluhopisů vývoj v únoru 2023 kopíroval vývoj na trzích vládních dluhopisů jen u dolarových instrumentů. Tzv. total return index (TRI) se totiž koncem února v případě korporátních dluhopisů spekulativního i investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci ledna nezměnil. V případě dolarových instrumentů k poklesu došlo, a to o 4,1 % u investičních instrumentů a o 1,6 % u spekulativních. Kreditní prémie po výrazném poklesu ve 4Q22 (dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) v lednu 2023 i v únoru zůstaly neměnné.

Trh severských dluhopisů potvrdil úspěšný lednový start a i v únoru rostl. Zaznamenal tak nejlepší vývoj v prvních měsících roku od roku 2017. Od začátku roku došlo k poklesu požadovaných výnosů o téměř 100 bps při výrazném objemu nových emisí (18 mld. NOK; druhý nejvyšší objem za únor v historii).

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

**Česká výnosová křivka v únoru 2023 zůstala vcelku neměnná.** Nehnuly s ní ani silnější inflační data, ani relativně jestrábější zápis z únorového zasedání ČNB. Dvouleté výnosy tak zůstaly prakticky bez změny na úrovni 5,8 %, desetileté narostly vlivem zahraničního vývoje o 35 b. b. na rovných 5 %.

### DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

**Polská výnosová křivka během února více kopírovala zahraniční vývoj než křivka v ČR.** Dvouletý výnos narostl oproti konci ledna o 25 b. b. na 6,3 %, na dlouhém konci pak desetileté výnosy přidaly 50 b. b. a dostaly se na 6,5 %.

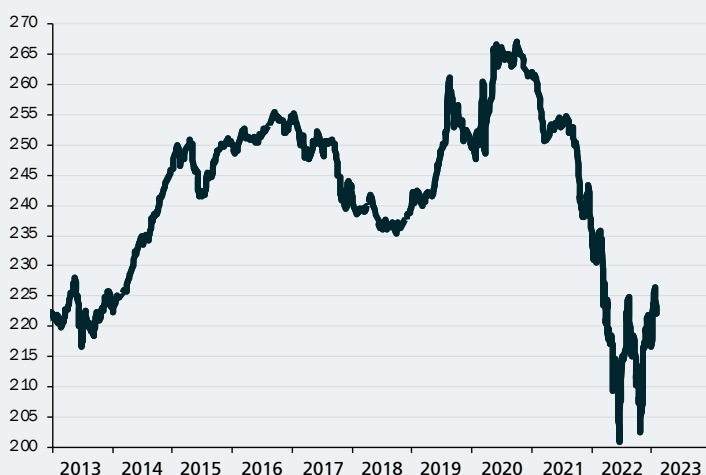
### DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ceny ukrajinských státních dluhopisů v primárních aukcích se setrvale drží pod 20 % p. a. V případě sekundárního trhu lokálních dluhopisů v UAH jsou výnosy výrazně vyšší, nicméně se začaly objevovat vyšší kotace oproti konci roku. Aktivita ale zůstává nízká a likvidita mizivá. Specifičnost situace pak doplňují kapitálové kontroly ze strany ukrajinské centrální banky a nutnost vypořádat případné obchody v USD. Na duben je připraveno uvolnění kapitálových kontrol, zaměřených na zatraktivnění UAH dluhopisů pro zahraniční investory. Celkově je ale směr trhu stále udáván zprávami z fronty, politických a diplomatických kruhů.

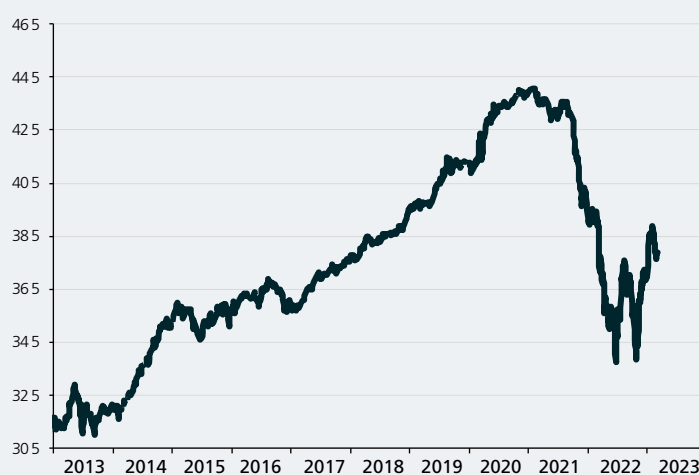
V letošním roce čeká Evropu několik důležitých voleb (včetně německých zemských) a velmi pravděpodobně můžeme očekávat rostoucí riziko zvýšení napětí a horší soudržnosti evropských zemí v otázce pokračující podpory Ukrajiny.

#### INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

##### BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



##### BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg



**DLUHOPISOVÉ TRHY**

Pravděpodobně tak poroste tlak na řešení diplomatickou cestou.

Aktuální podoba konfliktu a rostoucí rizika útoku na kritickou evropskou infrastrukturu nicméně jakákoliv diplomatická jednání výrazně komplikují. Díky vojenským neúspěchům sice probíhají změny ve vnitřních strukturách ruské armády a politických špiček v Moskvě, výraznější trhliny ale patrně nejsou a vojenské vedení se z neúspěchů v budoucnu postupně poučí.

**MĚNY**

**Dolar proti euru v únoru ukončil několikaměsíční oslabování.** Silná data znovu na trh vrátila očekávání dalšího růstu sazeb v USA, což navzdory tomu, že k revizi očekávání na sazby došlo i v eurozóně, zvedlo předpokládaný úrokový diferenciál mezi FEDem a ECB. Výsledkem bylo, že dolar, který koncem ledna a počátkem února na chvíli oslabil až přes 1,10 USD/EUR, se koncem února a počátkem března dostal pod úroveň 1,06 USD/EUR.

**Středoevropským měnám se v únoru vedlo rozdílně. Polský zlotý** nejdřív oslabil až na 4,80 PLN/EUR, zhruba od poloviny minulého měsíce však posiloval a koncem února se dostal na hodnotu z konce ledna, tj. na 4,70 PLN/EUR. **Maďarský forint** celý únor stejně jako v lednu posiloval. Zatímco během ledna se dostal ze 400 forintů za euro na 385, v únoru posílil dále až na 375 HUF/EUR. Nejlepší vývoj zažila v únoru podobně jako předtím v prosinci nebo v lednu **česká koruna**, která dále posílila a dostala se na hodnoty neviděné od roku 2008, když koncem února atakovala hranici 23,40 CZK/EUR. K takovému posílení nebyl žádný makroekonomický důvod, ty spíše mluví pro opačný pohyb.

**PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ****DLUHOPISOVÝ TRH ČR**

Stále dle nás trvá přebytek faktorů ukazujících na stabilitu nebo růst českých dluhopisových výnosů.

Zprv je zde extrémní emisní aktivita vlády. Po masivním deficitu v roce 2022 nezačala Česká republika rok 2023 rozpočtově vůbec dobře. Dle dat zveřejněných počátkem března Ministerstvem financí dosáhl deficit státního rozpočtu za první dva měsíce těžko uvěřitelných 120 mld. korun. Jednalo se o bezkonkurenčně nejhorší leden a únor (meziroční zhoršení o 74 mld.) a číslo, jež by před COVIDEM bylo alarmující i jako deficit za celý rok, nikoliv za pouhé dva (!) měsíce roku.

Zadruhé, Česká republika má stále velmi vysokou inflaci, která i ve své klíčové jádrové složce zůstává velmi vysoko. I když se Bankovní rada prozatím rozhoduje pro stabilitu sazeb, během celého února vysílala jisté signály, že sazby můžou ještě nahoru. Dle nás je nyní růst v letošním roce pravděpodobnější než stabilita sazeb.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v zahraničí a FED i ECB utahují měnovou politiku. To by mělo být pro regionální měny negativní; ze slabosti jejich měn totiž pak plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich sazby. Prozatím se tento faktor na kurzu české koruny paradoxně vůbec neprojevil, ale s tím, jak se sazby ECB a FEDu zdola dále přiblíží ČNB, se tak může lehce stát.

Začtvrté, ČR má nyní deficit běžného účtu platební bilance, a to ve výši zhruba 400 mld. korun v posledních 12 měsících. To je rovněž negativní pro korunu.

Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb tak je už jen domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopem absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). To ale stačit nebude. Proto se nadále domníváme, že české dluhopisy budou i v letošním roce mít tendenci výnosově spíše růst.

**DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO**

I polské dluhopisy mají potenciál k dalšímu růstu výnosů. Inflace je velmi vysoko, růst mezd je zcela odpoutaný od růstu produktivity práce, zlotý zůstává relativně slabý. Centrální banka tak dost možná bude dotlačena k dalšímu růstu sazeb.

**DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA**

Úspěšná protiofenziva ukrajinské armády v Charkovském regionu ve čtvrtém kvartálu předchozího roku se postupně zastavila v okolí Bachmutu a Soledaru. Zde probíhají nejtěžší boje a územní zisky obou stran jsou pouze minimální a za cenu vysokých ztrát. Vzhledem k předchozí ukrajinské ofenzivě a nástupu zimy došlo nevyhnutelně k utlumení frontálního postupu a naopak zintenzivnění aktivity v některých konkrétních místech. Je také patrné přeskupování na obou stranách. Intenzivně pokračující mobilizace na ruské straně zajišťuje ruské armádě neustávající přísun nových vojáků a převahu v této oblasti pozvolna získává Moskva. Během února jsme tak mohli pozorovat pozvolný nárůst aktivity ruské armády a v podstatě začátek nové ofenzivy. Nicméně se nejedná o frontální postup na více místech.

Na celé území Ukrajiny nadále dopadají masivní raketové útoky a to nejen na strategickou, ale i na civilní infrastrukturu. Finanční pomoc a celková podpora západu prozatím neustává. V prosinci došlo k uvolnění dalšího zahraničního financování a celková suma se za rok 2022 dostala ke 30 mld. USD. Pro letošní rok je v současné chvíli naplánováno již cca 42 mld. USD zahraniční pomoci a byl předschválen nový program Mezinárodního měnového fondu. Jakákoliv obnova bude ale otázkou mnoha let či spíše desetiletí a konflikt v současné podobě se stále více dostává do zákopového stavu bez výraznějších změn.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Pozitivem je přístup americké administrativy (v kontrastu s německým postojem), která je v čele států dodávajících Ukrajině modernější techniku. Právě ta, spolu s finanční pomocí, může být tím, co současnou podobu konfliktu výrazně promění.

## MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** jsme se nedomnívali, že hodnoty, na které se kurz dostal koncem ledna (1,10), vydrží. Během února došlo k námi očekávané normalizaci kurzu a ten se tak teď nachází v pásmu mezi 1,05 a 1,10 USD/EUR, kde si myslíme, že by v nadcházejících dvou třech čtvrtletích měl i zůstat. Nemyslíme si, že by mělo dojít k dalšímu výraznějšímu posilování eura – v kurzu je zanesen vcelku realistický vývoj nastavení měnové politiky. Nevidíme velké změny v tržních očekáváních toho, jak se bude vyvíjet měnová politika FEDu a ECB: předpokládáme sice, že sazby ještě budou pro definitivní zkrocení inflace muset jít v USA, tak v EMU vzrůst, ale už ne o tolik a hlavně na obou stranách Atlantiku zhruba stejně.

**Fundamentálně je česká koruna zralá na oslabení** – výrazně negativnější reálné úrokové sazby než v USA nebo v eurozóně, perzistentní inflace, k dalšímu růstu sazeb stále odměřená ČNB, velký deficit běžného účtu platební bilance i obrovské deficity veřejných financí. Nebýt ČNB, koruna by dnes zcela jistě byla nad 25 korunami za euro. Čekáme také postupně se dále smršťující úrokový diferenciel mezi ČNB a FEDem či ECB, což dle nás povede ke tlaku na korunu. Koruna tak v letošním roce oslabí až ke 25 korunám za euro.

**Polský zlotý** je makroekonomicky v podobné situaci jako CZK, s výjimkou o něco menšího deficitu běžného účtu platební bilance a hlavně bez centrální banky odhodlané a schopné bránit svou měnu. Očekáváme tak přetrvávající tlak i na polský zlotý a jeho oscilaci mezi 4,75 a 5 PLN/EUR v dohledné době.

**Maďarský forint** je pod tlakem dvojího deficitu (běžného účtu i veřejných financí), extrémně vysoké inflace, a také špatné politické situace, způsobené afinitou Orbánova režimu k Rusku: tato afinita samozřejmě vede ke konfliktům ve vztazích s EU. Extrémní utážení politiky v říjnu a opakovaně deklarované odhodlání maďarské centrální banky bránit měnu zvyšováním úrokových sazeb sice forint, zdá se, úspěšně stabilizovalo v pásmu 370-390 forintů za euro, ale na výraznější trendové posílení to nevyjadřuje a dle nás k němu letos nedojde.

## AKCIOVÝ TRH

Letošní rok pravděpodobně bude normalizačním rokem, kdy dojde k postupnému zlepšení dodavatelských řetězců, poklesu inflačních tlaků, odvratu od nebezpečně nízkých úrokových sazeb, návratu k rozumným cenám komodit a energií, a to při zároveň relativně silném trhu práce. Samozřejmě globální geopolitická rizika a těžkosti u některých firem a domácností budou nadále přetrvávat.

Akciové i dluhopisové trhy si již prošly katarzí s částečným přenastavením na vyšší úrokové sazby a s výhledem na určitou korekci dříve vysokých ziskových marží korporací. Hodnotově se akciové trhy obchodují na různých úrovních, přičemž každý region reflektuje specifickou rizikovou přírůžku. Proto máme na jednotlivé akciové trhy různá výkonnostní očekávání.

Evropské akcie jsou, oproti americkým, hodnotově levnější. Evropa může za určitých podmínek těžit ze stahování výroby z „rizikovějších“ regionů, přičemž bude zároveň docházet k novým potřebným investicím v mnoha sektorech. Z toho získá také region střední Evropy, který je stále, co se týká výrobních nákladů, levným regionem. CEE region si již prošel prvotním šokem růstu úrokových sazeb, na kterém vydělají kapitálově silné banky. Americké akcie také prošly korekcí, avšak vyšší úrokové sazby budou nadále negativně dopadat na zadlužené a dražší růstové společnosti. Z tohoto důvodu věříme hodnotově levnějším akciím obchodovaným v Evropě a rozvíjejících se tržích. Asie, tažená čínskou ekonomikou, zažije po současných covidových lockdownech ekonomické oživení. Čínský spotřebitel nebyl tak silně kompenzován jako domácnosti v Evropě nebo US. Oživení proto nebude rychlé a přijde až po konci prvního čtvrtletí letošního roku. Avšak potenciál ekonomického růstu v Číně je i tak vyšší než ve vyspělých ekonomikách.

Při obecně vyšších úrokových sazbách očekáváme zvýšenou volatilitu akciových trhů, čehož budou lépe využívat aktivní manažeři fondů než indexově orientované pasivní strategie. Éra nulových úroků a levných peněz je za námi. Tomu se musí přizpůsobit i investiční strategie.

## 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](http://www.conseq.cz).

## KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT


[wm@conseq.cz](mailto:wm@conseq.cz)


+420 225 988 200


[www.conseq.cz/wm](http://www.conseq.cz/wm)