

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	6,18 %	USA	2,51 %	USD/EUR	1,48 %	Ropa Brent	-1,65 %
Evropa – DJ Stoxx 600	6,67 %	Evropa	2,43 %	CZK/USD	-3,00 %	Zemní plyn	-40,02 %
Japonsko – Nikkei225	4,72 %	ČR	2,39 %	CZK/EUR	-1,63 %	Sil. elektřina	-
MSCI Emer. Mark.	7,85 %	Polsko	3,75 %	PLN/EUR	0,50 %	Zlato	5,66 %
ČR – PX	10,65 %	Maďarsko	5,08 %	HUF/EUR	-2,12 %	Stříbro	-0,85 %
Polsko – WIG30	6,85 %	Turecko*	-1,50 %	TRY/EUR	2,06 %	Měď	10,01 %
Maďarsko – BUX	3,53 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ekonomika eurozóny je odolnější, než se zdálo, a měnová politika se dále utahuje.

První odhad tempa růstu HDP ve 4. čtvrtletí 2022 potvrdil, že ekonomika stále nepadá do recese, kterou jí mnozí vlivem růstu cen energií a inflace obecně předpovídali. Ekonomika totiž ve 4. čtvrtletí navzdory očekávání poklesu 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 ve 4Q22 ekonomika Španělska (+0,2 % q/q), následována Francií (+0,1 % q/q); německá ekonomika poklesla o 0,2 % q/q. Struktura růstu za eurozónu prozatím zveřejněna nebyla, máme jen informace o růstu ve Francii. Tam 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).

Měkká data zveřejněná během ledna ukázala na stabilizaci situace a na to, že se ekonomika zřejmě i v 1. čtvrtletí 2023 bude schopna vyhnout kontrakci.

Maloobchodní tržby v polovině 4. čtvrtletí po (nahoru revidovaném) říjnovém poklesu o 1,4 % m/m **přidaly 0,9 %**. **Meziroční tempo dosáhlo -2,4 %**. První prosincová data jsou však ještě slabší a ukazují, že růst sazeb společně s inflací mají na reálné spotřebitelské výdeje dopad: v Německu v prosinci klesly tržby o více než 5 % m/m, ve Španělsku o 1,4 %, ve Francii o 1 %. Je to zvláštní, neboť sezonně očištěná míra nezaměstnanosti je meziročně nižší o 0,6 p. b. a v listopadu setrvala na historicky nejnižší míře 6,5 %. Nejnižší z velkých zemí je nezaměstnanost samozřejmě v Německu (3 %), nejvyšší ve Španělsku (12,5 %).

Růst mezd stále zůstává relativně utlučen: [index sjednaných mezd](#), který sleduje ECB, přidal v prvním čtvrtletí 3 % r/r, ve druhém však pouze 2,5 % r/r, ve třetím opět necelá 3 %. Scénář přelévání inflace do mezd se tak v datech sice zatím nezrcadlí, několik náznaků, že si zaměstnanci nechtějí nechat vyšší inflaci líbit, už však vidíme. [Pozemní zaměstnanci Lufthansy](#) si v srpnu stávkou vynutili růst mezd o 8 % až 19 % (v závislosti na výši příjmu / senioritě). Zdatně jim sekundují zaměstnanci na palubách, kteří si dle [dohody z počátku listopadu](#) polepší o 9 % až 17 %. O takovém růstu produktivity práce přitom v aerolinkách nemůže být ani řeči. A nejde jenom o aerolinky. V polovině listopadu domluvil největší německý odborový svaz (kovodělný IG Metall) nejvyšší růst mezd za nejméně 25 let. Mzdy totiž dle dosažené dohody [vzrostou v roce 2023 o 5,2 % a v roce 2024 o 3,3 %](#). Jelikož k tomu v každém z následujících 2 let náleží ještě [nezdaněných 1 500 EUR navíc](#), znamená to, že při průměrné (hrubé) mzdě v Německu kolem 50 tis. EUR vzrostou hrubé mzdy v příštím roce o 10 % a v roce dalším o skoro 8 %. To není při růstu produktivity práce, [který od roku 2010 v Německu sotva dosáhl 1 %](#) (a v prvním čtvrtletí 2022 [jen 0,7 %](#)) a v nejbližších 2 letech asi jen tak zázračně neurychlí, pro ECB moc uklidňující informace.

Průmyslová produkce poté, co v říjnu poklesla o 1,9 % m/m, **v listopadu přidala 1 %**. Z velkých ekonomik poklesla produkce ve Španělsku (-0,7 % m/m, potřetí v řadě) a v Itálii (-0,3 %, také potřetí v řadě), naopak vzrostla v Německu (+0,6 % m/m) či ve Francii (+2,1 %). Meziročně průmyslová produkce opět rostla, a to o 2,4 %. V samotném zpracovatelském průmyslu byla produkce meziročně vyšší dokonce o 3,5 %. To je ve světle minulého vývoje předstihových indikátorů i energetické krize výborný výsledek.

Že říjen bude v průmyslu slabý, ale že po zbývajících dva poslední měsíce roku nemáme čekat další propad produkce, ukazovaly předstihové indikátory. **Index nákupních manažerů (PMI)** ve zpracovatelském průmyslu se v listopadu i v prosinci 2022 oproti říjnu (46,4 bodu) totiž **mírně zlepšil** (na 47,1 bodu, resp. na 47,8 bodu) – zůstal tedy sice nadále pod 50 body, ale jen mírně. Další zlepšení pak přišlo zkraje roku 2023, kdy se index ve zpracovatelském průmyslu zlepšil

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

na 48,8 bodu. 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 (index poskočil na 90,2 bodu, nejvýše od června 2022), a to primárně díky zlepšujícím se očekáváním. Sub-index **hodnotící očekávání** se totiž opět výrazně zlepšil, když poskočil, stejně jako v prosinci, o další více než 3 body na hodnotu 86,4 bodu (nejvíce od května). Subindex hodnotící stávající situaci, který se v prosinci poprvé od května zlepšil (na 94,4 bodu), se v lednu jen velmi mírně zhoršil, a to na 94,1 bodu. Očekávání se tak počátkem roku 2023 nacházela na úrovni z prosince 2008 (a tedy, samozřejmě, nad covidovým historickým minimem z dubna 2020).

V dominantním sektoru služeb se situace v lednu v eurozóně také dále zlepšila, když index PMI vzrostl ze 49,1 bodu v prosinci na 50,7 bodu v lednu. Poprvé od července minulého roku se tak index ve službách dostal nad hranici oddělující expanzi od kontrakce. Zlepšila se zejména důvěra v nejbližších 12 měsíců, ale také zaměstnanost (a pomalejším tempem klesaly nové objednávky). Mírně však oproti prosinci narostl subindex výstupních cen, což ukazuje, že inflační tlaky nejspíš nepolevují.

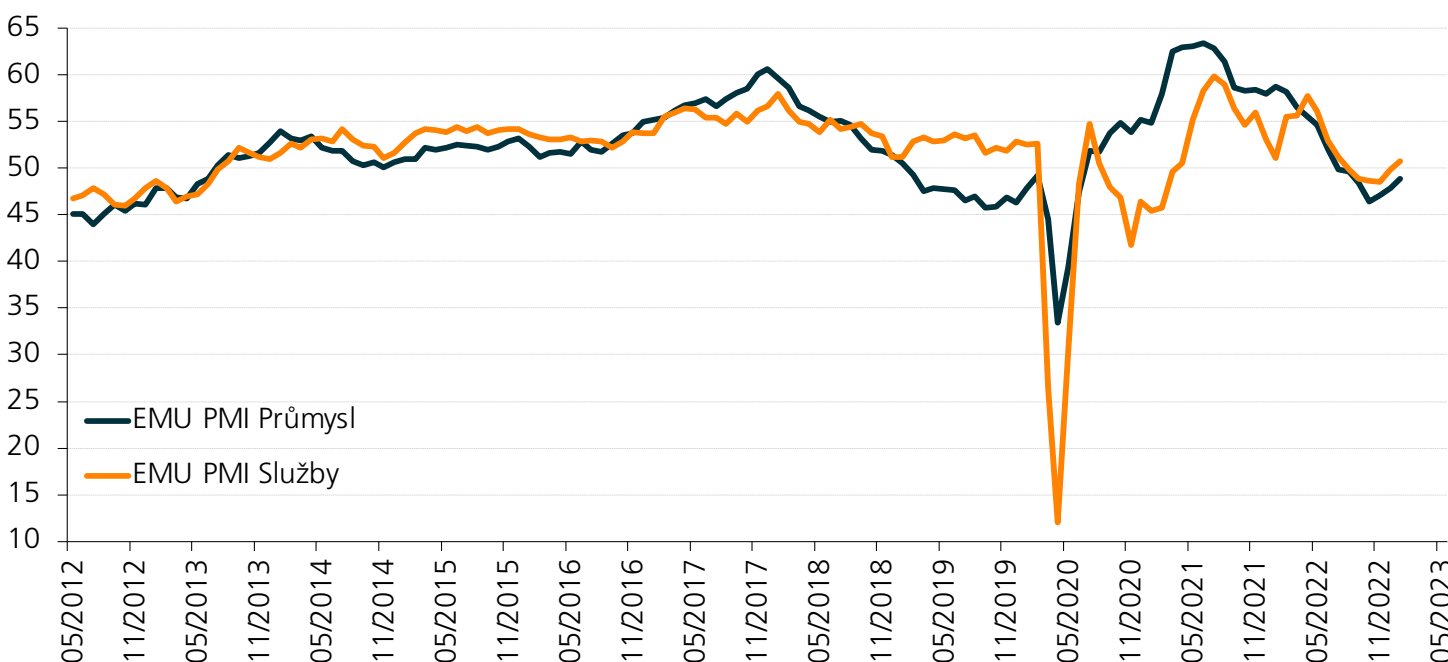
Podobné zlepšování sentimentu potvrdila i spotřebitelská důvěra měřená Evropskou komisí. Ta se ještě v září minulého roku poklesla na -28,7 bodu dostala na nové historické minimum (o 4 body níže, než bylo předchozí dno -24,7 bodu z dubna 2020), od té doby se ale kontinuálně zlepšovala, **v lednu 2023 až na -20,9 bodu.** To je sice z historického hlediska stále pod úrovními zaznamenanými během finanční krize v letech 2008-9 či během dluhové krize, ale také na nejvyšší úrovni od března 2022.

Inflace v lednu dle předběžných dat meziměsíčním poklesem o 0,4 % **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 očištění by růst zůstal kladný (+0,5 % m/m). **Meziročně** se jádrová inflace udržela na historickém maximu z prosince, tj. na **5,2 %.**

Během 4. čtvrtletí poklesly konečně také ceny **průmyslových producentů** – v harmonizovaném vyjádření klesly v říjnu o 2 % a v listopadu o 1 %. Radost z těchto poklesů však trochu kazí fakt, že to bylo hlavně kvůli cenám energií, které v říjnu klesly o více než 7 % m/m a v listopadu o 3,1 %. Bez tohoto poklesu došlo v říjnu k dalšímu (byť mírnému) růstu cen producentů, a to o +0,4 % m/m, a jen k velmi mírnému poklesu (o 0,2 %) v listopadu. První data z prosince, která jsou již dostupná, naznačují, že říjen a listopad byly spíše výjimkou než tečkou za obdobím rychle rostoucích cen: v Itálii i ve Francii ceny opět vcelku rychle vzrostly (+2,9 % m/m, resp. +1,1 % 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 promlouvala 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, řekla „*ne, ne, ne, ne*“.

Předstihové indikátory se zkraje roku zlepšily



EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Ekonomika rostla i ve čtvrtém čtvrtletí, trh práce zůstává napjatý. Ale jelikož inflace díky cenám ojetých aut zvolnila, FED začíná ukazovat holubičí tvář. Dle nás předčasně.

Po **technické recesi** v první polovině roku 2022 se americká ekonomika **v druhé polovině** vrátila do černých růstových čísel. Ve třetím čtvrtletí vzrostla anualizovaným reálným tempem o 3,2 %, ve čtvrtém čtvrtletí pak dle prvního odhadu o 2,9 %. Ve struktuře ve čtvrtém čtvrtletí dominoval příspěvek spotřeby domácností (+1,4 p. b.), následován příspěvkem čistého exportu (+0,56 p. b.) a vlády (+0,64 p. b.)

Měsíční data zveřejněná během ledna 2023 byla slabá.

Reálné maloobchodní tržby v listopadu i v prosinci 2022 výrazně klesly, a to o 1,1 % m/m v každém z obou měsíců. Prosinčový pokles byl napříč kategoriemi a meziroční tempo se dostalo na -0,4 %, což je při pohledu na desetiletí neviděnou inflaci velmi dobrý výsledek. Největší zásluhu na tom má samozřejmě trh práce. V **prosinci míra nezaměstnanosti** dosáhla 3,5 %, což je nejnižší hodnota od počátku pandemie. Nízké jsou i další sledované míry nezaměstnanosti – **míra U6** (zahrnující kromě nezaměstnaných i ty, kteří pracují méně, než by chtěli, a ty, kteří hledání práce vzdali kvůli absenci naděje, že nějakou najdou) byla v prosinci 6,5 %. Pokračuje rovněž rychlá tvorba pracovních míst – **v říjnu až prosinci vytvořila americká ekonomika 641 tis. nových pracovních míst** v soukromém sektoru (**v prosinci samotném 220 tis.**). Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti se po březnu 2022 podruhé od roku 1969 dostal pod 200 tis. Průzkum JOLTS zase ukázal, že počet volných pracovních míst zůstává velmi vysoký – zatímco před pandemií se toto číslo pohybovalo kolem 6–7 mil., dnes je nad 10 mil. a **v prosinci dokonce překonal 11 mil.** Velmi vysoko je míra dobrovolných odchodů z práce, niž než před pandemií naopak míra nucených odchodů ze zaměstnání. [Rozdíl v tempu růst mezd](#) mezi těmi, kdo práci nedávno změnili, a těmi, kdo ji nezměnili, je nejvyšší od (nejméně) konce 90. let. Všechna tato data tak indikují jediné – velmi napjatý trh práce.

Je tak zvláštní, že růst mezd zpomaluje. Dle dat [Atlantského FEDu](#) (založených na průzkumu Current Population Survey, neboli CPS) vzrostly mzdy v prosinci 2022 o 6,1 % r/r, (v červnu 2022 to ještě bylo 6,7 %), zatímco dle dat z tzv. Current Employment Statistics (CES), na něž jsme se v minulých vydáních tohoto materiálu často odvolávali, se díky růstu o skoro 0,3 % m/m v prosinci dostalo čtvrtletní tempo růstu na 1 % (resp. pololetního na 2,2 %); meziročně bylo tempo 4,6 % pak nejpomalejší od srpna 2021.

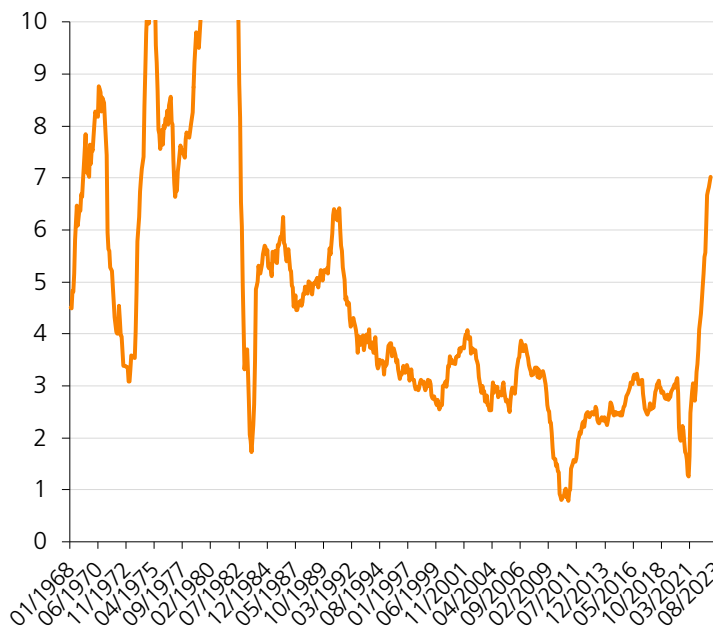
Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v prosinci výrazně narostly (+5,6 % m/m), bylo to však hlavně zásluhou volatilní kategorie letadel a zbraní: po vyloučení těchto dvou kategorií došlo v prosinci naopak k mírnému poklesu (-0,1 % m/m). Jsou to samozřejmě nominální čísla, ale meziroční nominální tempo růstu o 5,1 % v prosinci není špatné ani po zohlednění inflace. Není to ale zas takové překvapení, celkem dobře si vzhledem okolnostem v minulém roce vedla (reálná) **průmyslová produkce**, která za celý rok **přidala zhruba 4 %**. V posledním čtvrtletí však i její dynamika zpomalila: v posledních 3 měsících minulého roku meziměsíčně klesala (-0,03 % v říjnu, -0,6 % v listopadu a -0,7 % v prosinci), meziroční tempo tak v prosinci dosáhlo 1,6 %.

Reálné maloobchodní tržby výrazně zpomalily, růst cen služeb ale pokračuje.

Reálné maloobchodní tržby v USA,
% m/m and 3m průměr



US CPI, složka služby (bez energetických služeb),
meziroční růst v %



Zdroj: Tržby (FRED, dostupné [ZDE](#)), inflace (FRED, dostupné [ZDE](#)).

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Jádrová inflace v prosinci přidala 0,3 % m/m, což bylo další zpomalení dynamiky oproti tomu, co jsme viděli před několika měsíci. Zejména díky výraznému (a druhému v řadě) poklesu cen ojetých aut tak kumulativní inflace za poslední čtvrtletí zvolnila na 0,7 %, za poslední pololetí pak na 1,8 %. To je v obou případech nejnižší od jara 2021. Pro FED důležitý sektor služeb (bez energií) ale nadále roste celkem rychle: v říjnu o 0,5 %, v listopadu o 0,4 % m/m, v prosinci o 0,5 %. Meziročně pak tato složka inflace, jež je nejvíce ovlivněna mzdovým vývojem, dosáhla 7 %, což je nejvýše od 80. let.

FED však na svém zasedání počátkem února 2023 ve svém měnově-politickém tažení opět zpomalil, když zvýšil sazby už „jen“ o 0,25 p. b. do pásma 4,50–4,75 %. 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: „můžu poprvé říct, že dezinflační proces započal“. Trhy, které vždy vidí sklenici raději poloplnou než poloprázdnou, se však samozřejmě zaměřily na holubičí poznámky. Ve světle silného trhu práce a silné podkladové inflace (viz služby) se nám ale zdá optimismus trhů předčasný.

CEE3

ČR

Ekonomice se daří stále překvapivě dobře, když ani ve 4. čtvrtletí žádnou výraznější kontrakci neprošla. Měsíční data jsou také poměrně optimistická, a to včetně předstihových indikátorů.

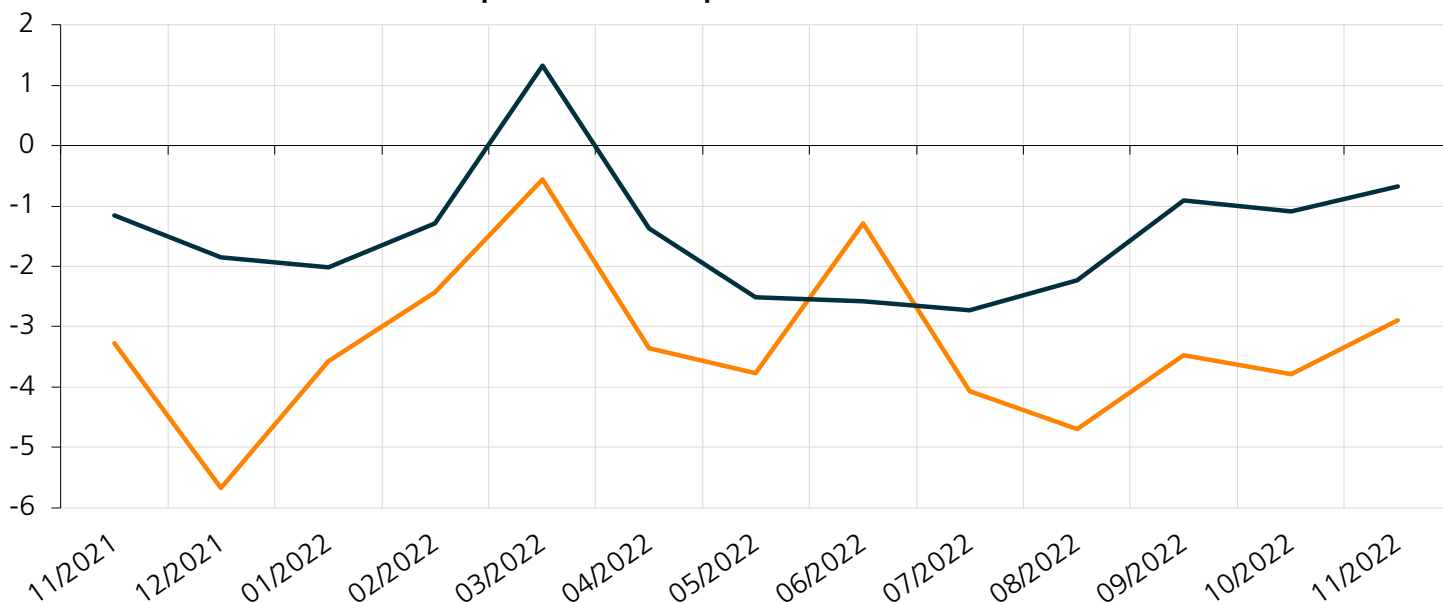
Růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí dosáhl dle prvního odhadu mnohem lepšího výsledku (**-0,3 % q/q, +0,4 % r/r**), než bylo tržní očekávání i očekávání ČNB. ČNB totiž ve své listopadové prognóze předpokládala, že meziroční tempo dosáhne ve 4. čtvrtletí -0,7 %, což implikuje, že počítala s mezičtvrtletním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

Měsíční data zveřejněná během ledna nejsou tak důležitá, jelikož už jsou k dispozici data o růstu HDP.

Průmyslová produkce uprostřed čtvrtého čtvrtletí **výrazně narostla**, a to **o 3,1 % m/m**, čímž skoro vykompenzovala pokles z října, kdy naopak poklesla o 3,7 % m/m (zejména vinou poklesu produkce elektřiny, plynu a tepla a poklesu v automobilovém sektoru z důvodu opětovného nedostatku některých komponent). **V posledních 3 měsících tak průmysl poklesl o 0,7 %, v posledním pololetí pak dokonce 1,6 % přidal.** Obrázek velmi odolného průmyslu, kterého se moc nedotkly ani ceny energií ani růst sazeb ČNB, pak podtrhuje růst mezd v sektoru, který v listopadu kvůli

Tempo kontrakce v maloobchodě od léta zpomaluje.

Kumulativní celkový růst (v %) reálných maloobchodních tržeb v posledních 6 a v posledních 3 měsících v ČR



EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

ČR

výplatě bonusů dosáhl 13 % (a počet zaměstnanců zůstal meziročně prakticky neměnný, když zaměstnanost v listopadu poklesla jen o zanedbatelných 0,3 % r/r).

S tímto popisem situace v průmyslu příliš nekoresponduje vývoj indexu **PMI**. Tento index totiž v listopadu (41,6 bodu), ale i v prosinci (42,6 bodu) zůstal hluboko pod 50 body, tj. v jasné kontrakci. Negativně vyznívá (a skutečnosti z průmyslu opět neodpovídá) také **průzkum důvěry ČSÚ u firem**, dle kterého důvěra firem od června **klesá, 4. čtvrtletí nevyjímaje**. V říjnu totiž důvěra klesla nejnižší (5,2 bodu) od března 2021 (–1,3 bodu), v listopadu se pak dostala ještě pod říjnovou hodnotu (4,5 bodu) a v prosinci pak dále na 3,9 bodu. **V lednu 2023 se situace sice zlepšila (nárůst na 5,3 bodu), ale i tak je důvěra stále nejnižší od února 2021. U důvěry domácností se situace počátkem roku zlepšila**, i když stále odpovídá tomu, jak by člověk při 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 v listopadu, prosinci i **v lednu** dále **zlepšila**, v lednu až na **–25,3 bodu**. To je sice výrazné zlepšení, ale je potřeba si uvědomit, že i lednová hodnota důvěry je nižší než kdykoliv během let 2008–10.

Vývoj **maloobchodních tržeb pesimizmu odpovídá, ale pouze částečně**. V posledních třech měsících do listopadu klesly reálné maloobchodní tržby celkem o 0,7 %, pokles v posledních 6 měsících dosáhl 2,9 % a jak kvartální, tak pololetní dynamika se od léta zlepšuje. 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, mzdy rychle rostou. Meziročně klesly reálné maloobchodní tržby v listopadu o 6,5 %.

Česká **spotřebitelská inflace v prosinci** po listopadovém růstu o 1,2 % m/m **stagnovala**, a to hlavně díky poklesu cen pohonných hmot o 10,6 % m/m. Jádrová inflace však podruhé v řadě přidala 0,4 % m/m. S napětím se tak čeká na lednová čísla, která budou zveřejněna na konci první únorové dekády a která ukážou, k jakému růstu cen došlo na přelomu roku, kdy se ceníky typicky upravují i v neinflačních časech. Smíšené zprávy přišly pak o cenách producentů: u těch průmyslových klesly ceny stejně jako v listopadu i v prosinci o procento m/m, u zemědělských však vzrostly (listopad +2,8 %, prosinec +1,7 %) a ceny tržních služeb přidaly 0,6 % m/m, což znamenalo, že se v meziročním vyjádření dostal jejich růst nad 7 %.

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 jen za velmi mírného poklesu ekonomiky (–0,3 % HDP ve 2023) a minimálního růstu nezaměstnanosti. Jinými slovy, ČNB říká, že inflace zmizí bez dalšího utažení měnové politiky do příštího roku sama.

POLSKO

Ekonomika v minulém roce silně vzrostla, stejně tak ale silně vzrostla i inflace. Ani v prosinci se poptávkové tlaky nezmírnily.

Detailní hospodářský růst za 4. čtvrtletí zatím reportován nebyl, stane se tak až 14. 2. (po uzávěrci vydání). **Dle prvních dat polského statistického úřadu ale víme, že za celý rok 2022 vzrostla ekonomika o 4,9 % (vs. 6,8 % v roce 2021).**

Průmyslová produkce poté, co v listopadu zaznamenala růst o 2,7 % m/m, **vzrostla** (po sezonním očištění) také **v prosinci o 0,7 %**. Meziroční tempo růstu zůstalo kladné, když dosáhlo 5,6 % (po sezonním očištění) a za **celý uplynulý rok pak produkce** oproti roku 2021 **vzrostla o 10 %**. V prosinci se na meziročním růstu nejvíce podílela produkce investičních statků (+10,7 %) a krátkodobého spotřebního zboží (+8,9 %), naopak negativně působila produkce energií v důsledku teplého počasí (–11,9 %). Index **PMI** tomuto vývoji moc neodpovídal. **V lednu 2023 se index dále zlepšil na 47,5 bodu**, ale hodně rozvolněná vazba mezi indexem a skutečnou průmyslovou produkcí nedovoluje činit mnoho závěrů o tom, jak se produkci v průmyslu počátkem letošního roku vedlo.

Reálné maloobchodní tržby v říjnu i listopadu reálně fakticky stagnovaly a v prosinci výrazně poklesly. V říjnu totiž tržby reálně vzrostly o 0,3 % m/m, v listopadu pak ve stejném rozsahu (hlavně kvůli útlumu prodeje motorových vozidel) poklesly. V prosinci tržby pak poklesly ještě výrazněji, a to **o 4,8 % m/m** (po sezonním očištění). Meziročně byly tržby v prosinci reálně vyšší o 0,2 %, **za celý minulý rok pak vzrostly o 5 %**. To je vzhledem k inflaci velmi dobrý (a určitě neočekávaný) výsledek.

Vlastně ale není proč se tomuto výsledku divit – tržbám celý rok pomáhal trh práce, na němž nedošlo zatím k žádným změnám. Míra nezaměstnanosti je stále velmi nízká, v prosinci se pohybovala jen lehce nad 5 % (5,2 %). Nepřekvapí pak tedy určitě, že dále rostou mzdy – **růst nominálních mezd dosáhl v prosinci 10,3 %**.

Ve shora popsaném makroekonomickém prostředí se stále „daří“ inflaci. V listopadu dle finálních dat dosáhla

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

POLSKO

celková inflace 16,6 % (vs. 17,5 % v listopadu), její meziměsíční růst činil **0,2 % m/m**. Ceny služeb vzrostly o 0,9 % m/m (restaurační služby kupř. +0,9 %), ceny zboží o 0,1 % m/m poklesly. Zejména pokračující růst služeb indikuje, že v ekonomice jsou nadále přítomny rozsáhlé poptávkové tlaky. Ostatně, to je vidět z poptávkové inflace, která v listopadu urychlila na 11,4 % a v prosinci dokonce na 11,5 % (vs. 11 % v říjnu). Dobrou zprávou je, že ve 4Q22 **zpomalil růst cen producentů**: zatímco ve druhém čtvrtletí vzrostly o 6 %, ve třetím o 2,5 %, ve čtvrtém už jen o procento (v prosinci samotném pak jen o 0,5 % m/m). Meziroční tempo růstu cen producentů také zpomalilo, a to z 23,2 % v říjnu přes růst o 21,1 % v listopadu na růst o **20,5 % r/r v prosinci**.

Centrální banka na svém zasedání 3.–4. ledna 2023 ponechala klíčovou referenční sazbu beze změny na 6,75 %. Budoucí nastavení měnové politiky nijak dále nespécifikovala a ani nic nenaznačila. Sděbila jen, že zůstává ostražitá a připravená zasáhnout proti „riziku, že inflace zůstane delší dobu zvýšená“.

MAĎARSKO

Ekonomika dále mírně zpomaluje, růst mezd a stav trhu práce však zůstává na úrovních neslučitelných s inflačním cílem centrální banky. Ta zůstává jestřábí a nadále říká, že udělá, co je potřeba a co je nutné, ke stlačení inflace.

V Maďarsku růstová data za poslední čtvrtletí minulého roku také ještě zveřejněna nebyla. Připomeňme, že ekonomika ve třetím čtvrtletí mírně poklesla (o 0,4 % q/q) a že meziroční tempo jejího růstu dosáhlo +4 %. Na straně nabídky pokračoval silný růst průmyslu – meziročně totiž přidal 9,6 %, jeho zpracovatelská část dokonce 10,6 % – což bylo vzhledem k růstu cen energií a zhoršujícímu se ekonomickému výhledu hodně překvapivé. Pokračoval také meziroční růst stavebnictví (1,8 % r/r), což bychom kvůli výši úrokových sazeb a k faktu, že stavebnictví je na jejich výši velice citlivé, nečekali. Na straně poptávky se navzdory inflaci meziročně stále držela poptávka domácností (+4,2 % r/r reálně) i fixní investice (4,1+ % r/r), byť mezičtvrtletně již mírně zpomalují.

Maloobchodní tržby v listopadu mírně vzrostly (o 0,1 % m/m), jejich **meziroční** tempo tak dosáhlo reálných a sezonně očištěných **+2,9 %**. To, že se poptávce relativně daří i navzdory inflaci přesahující 20 %, je zásluha zejména trhu práce. **Míra nezaměstnanosti** je totiž stále velmi nízká – i když ze dna ve druhém čtvrtletí (3,2 %) setrvale roste, v posledním čtvrtletí se dostala jen na 3,9 %, což jsou z historického hlediska stále velmi nízké hodnoty. Samozřejmě, napjatý trh práce (a státní zásahy) vedou k rychlému růstu mezd a platů v ekonomice: **meziroční tempo růstu nominálních mezd dosáhlo v listopadu 16,8 % r/r**.

Maďarská průmyslová produkce po 5 měsících nepřetržitého růstu v říjnu i v listopadu meziměsíčně poklesla. Poté, co v říjnu odepsala nejvíce (–3,6 % m/m) od pandemie, v listopadu pak poklesla i dalších 0,7 % m/m. I když vzrostla produkce automobilů a elektrických zařízení, meziměsíčně klesla produkce ve všech dalších sektorech, což nakonec převážilo. Za prvních 11 měsíců však byla produkce ve srovnání se stejným obdobím roku 2021 meziročně vyšší o 6 %, za listopad samotný pak o 1 % vyšší než před rokem. To, že produkce slábne, je vidět i na kvartální dynamice: v posledních 3 měsících klesla produkce o 3 %, což je nejslabší tempo od září 2021.

Celková inflace se meziměsíčními tempy růstu, která v každém měsíci letošního roku dosáhla nejméně 1 % m/m (nejvíce 4,1 % m/m září, což bylo nejrychlejší tempo od roku 1993, **v prosinci pak 1,9 %**), vyšplhala **v prosinci meziročně na 24,5 %**. V prosinci dále vzrostly ceny potravin (+2,1 % m/m), jejichž meziroční tempo růstu tak dosáhlo 44,8 %. Poté, co Maďarsko upustilo od zastropování cen pohonných hmot, se k výraznému cenovému růstu připojily i jejich ceny (+27 % r/r). To, že za maďarskou inflací nejsou jen externí šoky, ale že jsou v maďarské ekonomice přítomné i velmi silné a široce zakořeněné poptávkové tlaky, je vidět na mnoha místech. Zprv, jádrová inflace urychlila na 24,8 %, což je zdaleka nejvíce za skoro 30 let. Zadruhé, služby v prosinci přidaly 0,8 % m/m, což je v anualizovaném vyjádření tempo skoro dvouciferné.

Vzhledem k takovému inflačnímu vývoji je překvapivé, že **maďarská centrální banka (NBH) sazby už dále nezvyšuje**. 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 bylo jestřábí, centrální banka slíbila, že sazby zůstanou vysoko dlouho. Kromě jiného centrální banka také opět zvýšila PMR, a to z 5 % na 10 % od 1. 4. 2023.

ROPA

Od konce května do konce září minulého roku cena ropy klesala, a to ze 120 dolarů za barel, kam ji dostala ruská agrese na Ukrajině, až k 80 dolarům za barel, kam ji koncem třetího čtvrtletí dotlačily obavy z hrozící recese vlivem utahování měnové politiky centrálními bankami. V říjnu a listopadu cena ropy jen oscillovala mezi 80 a 90 dolary, na samém konci listopadu a počátkem prosince pak poklesla až na dohled 70 dolarů za barel. Ve zbytku prosince došlo pak už jen k mírné korekci směrem nahoru k 80 dolarům za barel. V lednu letošního roku cena ropy oscillovala mezi 72 a 78 dolary za barel.

AKCIOVÉ TRHY

První měsíc roku 2023 se nesl ve velice pozitivním duchu. Akciové trhy všech hlavních trhů dosáhly vysokého zhodnocení. Centrální banky nadále přesvědčovaly trhy, že primárním cílem je zkrocení inflace skrze další pozvolné utahování měnových politik. Akciové a dluhopisové trhy si však danou rétoriku vykládaly po svém a v očekávání rychlého poklesu cenové inflace docházelo ke snižování požadovaných výnosů dluhopisů, na což akciové trhy reagovaly pozitivně růstově. Klavně také působil pokles cen energetických komodit jako plynu nebo elektřiny. Dařilo se akciím obchodovaným v Japonsku, Evropě a USA, zvláště pak těm citlivějším na úrokové sazby. Technologický index Nasdaq amerických společností meziměsíčně vzrostl o 10,7 %. Například v uplynulých měsících těžce zkoušené akcie Facebooku si v lednu připsaly 23,8 %. Americký akciový index S&P 500 meziměsíčně skončil výše o 6,2 %, evropský index DJ STOXX 600 o 6,7 % a japonský index Nikkei 225 o 4,7 %.

Pozitivní sentiment v lednu panoval také na místních středoevropských trzích. Nejlépe se vedlo pražské akciové burze (index PX +10,7 %), které dominují banky a ČEZ. Banky kopírovaly pozitivní trend západoevropských bank, reagujících na zvyšování základních úrokových sazeb ECB. Akcie ČEZ (+15,3 %) spekulativně reagovaly na možný výkup ze strany státu. Dobře se vedlo také likvidnímu polskému akciovému trhu (index WIG30 +6,9 %), na kterém excelovaly například akcie Allegro nebo těžaře uhlí JSW. Slušného zhodnocení dosáhly také trhy v Bukurešti (index BET +4,1 %) a Budapešti (index BUX +3,5 %).

Akciové na rozvíjejících se trzích také odstartovaly rok na výbornou, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal 7,85 %. Na nejdůležitějším asijském trhu, v Číně, akcie silně rostly (index CSI 300 +7,4 %, Hong Kong +10,4 %). Čínská vláda definitivně opustila politiku nulové tolerance COVID-19, která byla spojena s mnohými uzavírkami. Investoři tak reflektovali očekávaný letošní růst ekonomiky, vládní podpory pro realitní sektor či zmírnění tlaku vlády na technologické společnosti. Ostatní trhy v regionu také těžily z pozitivního sentimentu, s výjimkou Indie, kde akcie poklesly o 2,1 %. Zahraniční investoři vybírali zisky a poté, co se objevily obavy z manipulace s cenou (a dalších nekalých praktik) konglomerátu Adani, dále vyprodávali indická aktiva. Akciím v Latinské Americe se dařilo, obzvláště mexickým (+12,6 %). Brazílské akcie připsaly slušných 3,4 %.

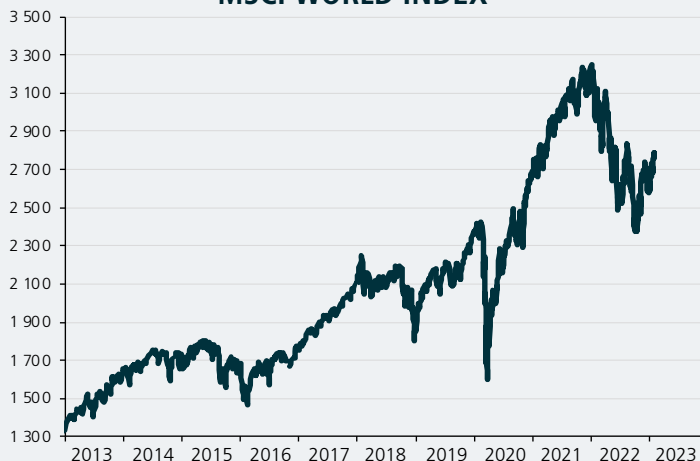
DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během ledna podobný – výnosy po prosincovém nárůstu poklesly, a to navzdory opakovanému tvrzení centrálních bank, že v měnově-politickém tažení proti inflaci nepoleví. Trhy jim tuto rétoriku již tolik nevěřily a začaly očekávat, že sazby nedorostou tak vysoko, jak centrální banky tvrdí, a rychle se vrátí zpět na nižší úroveň. Ergo,

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

že inflace je vyřešena. Ve Spojených státech tak výnosy v lednu poklesly na krátkém konci o 30 b. b. (na 4,1 %), na dlouhém konci o 45 b. b. (na 3,4 %).

V eurozóně byly pohyby méně výrazné, neboť ECB je nyní neagresivnější z velkých centrálních bank a panuje vysoká míra nejistoty, jak agresivního utažení se v nejbližším pololetí od ní nakonec dočkáme. Výnosy na krátkém konci tak zůstaly prakticky beze změny na 2,7 %, na dlouhém o cca 15 b. b. poklesly, na 2,3 %.

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Na trhu dluhopisů korporátních vývoj v lednu 2023 kopíroval vývoj vládních dluhopisů. Tzv. total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v euru oproti konci prosince vzrostl o 2,8 %, u dolarových dokonce o 4 %. V případě investičního stupně došlo u dolarových instrumentů k růstu TRI o 5 %, na instrumentech denominovaných v euru pak k růstu o 0,5 %. Kreditní prémie u investičních dluhopisů denominovaných v euru po výrazném poklesu ve 4Q22 (dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) se v lednu 2023 dále snižovaly.

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka v lednu 2023 snížila sklon. Dvouleté výnosy sice vzrostly o cca 15 b. b. na 5,8 %, střední splatnosti i dlouhý konec křivky však následovaly vývoj v zahraničí a výrazně klesly. Silný zájem o české vládní dluhopisy byl vidět zejména v primárních aukcích Ministerstva financí, poptávku investorů živila očekávání, že ČNB po určité fázi stability začne úrokové sazby v průběhu letošního roku snižovat. Sedmileté i desetileté výnosy tak odepsaly půl procentního bodu a dostaly se na 4,8 %, resp. na 4,6 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polská výnosová křivka během ledna rovněž kopírovala zahraniční vývoj. Dvouletý výnos klesl oproti konci minulého roku koncem ledna o 60 b. b. na 6 %, na dlouhém konce pak desetileté výnosy odepsaly 80 b. b. a dostaly se také na 6 %.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ceny ukrajinských státních dluhopisů na začátku roku stagnovaly. V případě sekundárního trhu lokálních dluhopisů v UAH se začaly objevovat vyšší kotace oproti konci prosince, aktivita nicméně zůstává nízká a likvidita mizivá. 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 a z 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 zhoršení soudržnosti evropských zemí v otázce pokračující podpory Ukrajiny. Pravděpodobně tak poroste tlak na řešení diplomatickou cestou.

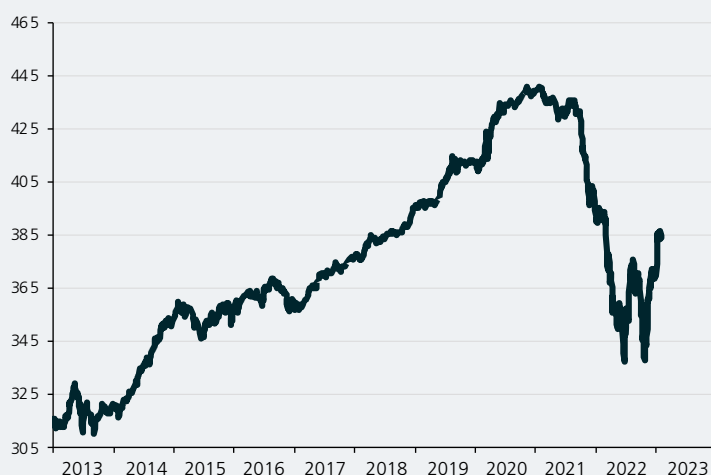
Aktuální podoba konfliktu a rostoucí rizika útoku na kritickou evropskou infrastrukturu nicméně jakákoliv diplomatická jednání výrazně komplikují. Díky vojenským neúspěchům sice probíhají změny ve vnitřních strukturách ruské armády a politických špiček v Moskvě, výraznější trhliny nicméně patrné nejsou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

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

MĚNY

Dolar proti euru v lednu pokračoval v oslabování. Očekávání trhu, že FED se sazbami nedojde ani k 5 % a rychle otočí a že naopak ECB bude agresivnější (očekávání vrcholu sazeb jsou teď kolem 3,5 %), posunuly dolar proti euru až na 1,1 USD/EUR.

Během ledna se středoevropským měnám vedlo rozdílně. Polský zlotý byl nejnudnější, když se během celého měsíce pohyboval mezi 4,675 a 4,725 PLN/EUR. **Maďarský forint** dále posiloval (během ledna ze 400 forintů za euro na 385) s tím, jak pokračoval trend nastartovaný koncem minulého roku (Maďarsko se domluvilo s EU na nižší částce zadržené Evropskou komisí výměnou za podporu pomoci Ukrajině) a jak se trhy začaly domnívat, že z nejhoršího inflačního vývoje je Maďarsko venku. Nejlepší vývoj zažila v lednu podobně jako předtím v prosinci **česká koruna**, která dále posílila, a dostala se tak na hodnoty neviděné 11 let, když koncem ledna atakovala hranici 23,75 CZK/EUR.

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. V roce 2022 dosáhl deficit veřejných financí částky pravděpodobně kolem 400 mld., v letošním roce to bude 300 mld. a v podobných číslech se dle strategie financování do roku 2025 máme pohybovat i v letech 2024 a 2025.

Zadruhé, Česká republika má stále velmi vysokou inflaci, která ve své klíčové jadrové složce nezpomaluje. I když se Bankovní rada prozatím rozhoduje pro stabilitu sazeb, domníváme se, že realita velmi vysoké inflace, živené i napjatým trhem práce, obrovskými strukturálními deficity a růstem mezd daleko přesahujícím růst produktivity práce, nakonec zvítězí a sazby ještě budou muset zamířit nahoru. Takovou možnost ostatně přiznal na prosincovém i lednovém zasedání ČNB guvernér ČNB Michl.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v zahraničí a FED i ECB utahují měnovou politiku. To by mělo mít pro regionální měny negativní dopad; 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 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 také pro korunu negativní faktor.

Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb je jen domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopen 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, polská vláda svými antiinflačními balíčky prohlubuje deficit (a tudíž zvyšuje nabídku dluhopisů). 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. S blížícím se koncem února tak roste pravděpodobnost ruské protiofenzivy a to nejenom v tomto regionu, ale spekuluje se i o novém útoku na hlavní město.

Na celém území Ukrajiny nadále pokračují masivní raketové útoky nejen na strategickou, ale i na civilní infrastrukturu. Finanční pomoc a celková podpora západu prozatím nepolevuje. V prosinci došlo k uvolnění dalšího zahraničního financování a celková suma se za rok 2022 pohybovala okolo 30 mld. USD. Pro letošní rok je v současné chvíli naplánováno již cca 42 mld. USD zahraniční pomoci. 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. 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 současnou podobu konfliktu výrazně proměnit.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** jsme se již koncem ledna dostali na hranici (1,1 USD/EUR), kterou jsme měli jako očekávání pro letošní rok. Nemyslíme si, že by mělo dojít k dalšímu výraznějšímu posilování eura – v kurzu je zanesen vcelku realistický vývoj nastavení měnové politiky. Nyní nás čeká relativně klidné období, v němž bude kurz kolísat mezi 1,05 a 1,1. Nevidíme velké změny v tržních očekáváních, jak se bude vyvíjet měnová politika FEDu a ECB: čekáme sice, že sazby ještě budou pro definitivní zkrocení inflace muset jak v USA, tak v EMU vzrůst, ale už ne o tolik a hlavně na obou stranách Atlantiku zhruba ve stejném rozsahu.

Fundamentálně je česká koruna zralá na oslabení – výrazně negativnější reálné úrokové sazby než v USA nebo v eurozóně, perzistentní inflace, k dalšímu růstu sazeb chladně 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 diferenciál 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 koruna, ovšem s o něco menším deficitem běžného účtu platební bilance a hlavně bez centrální banky odhodlané a schopné bránit svou měnu. Očekáváme tak přetrvávající tlak i na polském zlotém 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 pod úrovní 400 forintů za euro, ale na výraznější trendové posílení to nevypadá a dle nás k němu v první polovině roku 2023 určitě nedojde.

AKCIOVÝ TRH

Rok 2023 by mohl být eufemisticky řečeno 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 firm 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 marží korporací. Hodnotově se akciové trhy obchodují na různých úrovních, přičemž každý region reflektuje specifickou rizikovou přírážku. 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 také získá region střední Evropy, který je stále, co se týká výrobních nákladů, levným regionem. CEE region si již prošel prvotním šokem z 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 trzích. Asijské akcie, tažená čínskou ekonomikou, zažije po současných covidových lockdownech ekonomické oživení. Čínský spotřebitel nebyl tak silně kompenzován jako domácnosti v Evropě nebo USA. Oživení proto nebude rychlé a přijde nejdříve začátkem druhého 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 pryč. 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.

KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT

wm@conseq.cz

+420 225 988 200

www.conseq.cz/wm