

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500 (USD)	6,91 %	USA (USD)	-0,07 %	USD/EUR	-0,19 %	Ropa Brent (USD)	7,46 %
Evropa – DJ Stoxx 600 (EUR)	4,55 %	Evropa (EUR)	-0,63 %	CZK/USD	1,43 %	Zemní plyn (USD)	-7,52 %
Japonsko – Nikkei 225 (JPY)	-1,90 %	ČR (CZK)	-3,84 %	CZK/EUR	1,22 %	Sil. elektřina (EUR)	-15,55 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	0,93 %	Polsko (PLN)	-3,58 %	PLN/EUR	0,07 %	Zlato (USD)	1,63 %
ČR – PX (CZK)	0,09 %	Maďarsko (HUF)	-2,78 %	HUF/EUR	0,26 %	Stříbro (USD)	8,63 %
Polsko – WIG30 (PLN)	5,20 %	Turecko (TRY)*	-0,63 %	TRY/EUR	7,81 %	Měď (USD)	8,81 %
Maďarsko – BUX (HUF)	2,54 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ekonomika Eurozóny překvapila ve 3. čtvrtletí silným růstem, problémům s dodávkami komponent a vysokým cenám energií navzdory. Inflace dále akceleruje, ECB ji ale nadále přehlíží.

Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) pokračuje v růstovém spurtu z druhého čtvrtletí. **Ve třetím čtvrtletí** dle prvního odhadu Eurostatu **přidala 2,2 % q/q**, což bylo skoro stejné tempo jako ve druhém čtvrtletí (2,1 % q/q); meziroční tempo růstu tedy dosáhlo 3,7 %. Nejlépe se mezi velkými ekonomikami dařilo Francii (+3 % q/q), která je tak už skoro na předpandemické úrovni (oproti 4Q19 je ekonomika už jen o 0,2 % menší) a Itálii (+2,6 % q/q); Německo i Španělsko lehce zaostávaly (1,8 % q/q resp. 2 % q/q). Jako obvykle zveřejnila strukturu růstu zatím pouze Francie. Jejím růstu nejvíce pomohla poptávka domácností (+5 % q/q) a vlády (+3 % q/q), což je samozřejmě dost proinflační skladba růstu. Hrubá tvorba fixního kapitálu naproti tomu lehce poklesla (-0,1 % q/q).

Tvrdá data, která byla v EMU v průběhu října 2021 zveřejněna, byla spíše slabší a nekorespondovala se silným prvním odhadem růstu HDP ve třetím čtvrtletí. Měkká data pak ukazují ztrátu dynamiky jak v průmyslu, tak ve službách.

Maloobchodní tržby po červencovém poklesu (nakonec o 2,6 % m/m) **v srpnu přidaly 0,3 % m/m**, což ve spojení s francouzskými daty o HDP a o maloobchodních tržbách za první dva měsíce třetího čtvrtletí (-2,3 % v červenci a -1,2 % m/m v srpnu) indikuje, že září muselo být mnohem silnější. **Meziroční tempo** je již plně pod vlivem vypadnutí efektu základny z roku 2020 – zatímco ještě v dubnu bylo 23,6 %, **v srpnu již jen 0 %**.

Pro spotřebu domácností relevantní **trh práce se** v červnu, v červenci i **v srpnu dále mírně zlepšil**. Sezonně očištěná míra nezaměstnanosti totiž poklesla z květnových 8 % na **7,5 % v srpnu**, tj. na nejnižší úroveň od dubna 2020 (7,3 %). Nebýt růstu cen (a stále velmi nízkého růstu nominálních mezd), bylo by to pro poptávku domácností ideální.

Průmyslová produkce v srpnu po dvou předchozích měsících růstu (červen +0,2 % m/m, červenec +1,6 %) opět **poklesla**, a to celkem výrazně (**o 1,6 %**). Bylo to jasně jen vinou Německa, jehož průmysl se v srpnu propadl nejvyšším tempem (-4,1 % m/m) od dubna 2020. Zdá se, že se Německo „konečně“ silně dotkla omezení dodávek komponent. Meziroční tempo růstu je díky nadále nízké bázi z minulého roku stále zvýšené, **v srpnu dosáhlo +6,1 %** (nejvyšší z velkých zemí je tempo růstu ve Francii, a to +5,1 %, v Německu už naopak roste produkce meziročně jen velmi mírně, o 2,1 %).

Předstihové indikátory v průmyslu ukazují na negativní efekty omezení v dodavatelsko-odběratelských řetězcích. **Index nákupních manažerů (PMI)** ve zpracovatelském průmyslu se poté, co v červnu dosáhl nového historického maxima (63,4 bodu) kontinuálně zhoršuje, **v říjnu se dostal na půlroční minimum 58,5 bodu**. To je samozřejmě stále pohodlně v expanzivním teritoriu, ale skutečnost, že subindex skutečné produkce se dostal na 16měsíční dno, indikuje, že index drží nahoře jen očekávání, že se situacelepší. Z velkých ekonomik je nejhorší situace v Německu (PMI nejnižší od února 2021), jelikož je postižen německý automobilový sektor. Problémy jasně ukazuje subindex mapující čas, který potřebují subdodavatelé k dodávce komponent – tento subindex se nachází skoro na historickém maximu z května letošního roku. Vzhledem k růstu cen komponent a silné poptávce je jasné, že vzrostly výstupní ceny; jak v průmyslu, tak ve službách rostly nejsilnějším tempem za 20 let historie průzkumu.

Obrázek zhoršující se situace v průmyslu podává **také index IFO** měřící průmyslové podmínky v největší evropské ekonomice. Tento index se totiž **v říjnu popáté v řadě zhoršil** (ze 102 v červnu se tak dostal až na **97,7 bodu v říjnu**). Bylo to, podobně jako v minulých měsících, primárně díky horším očekáváním, které klesly z červencových 103,9 bodů na říjnových

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

95,4 bodu, což je nejnižší od letošního února. Hlavní uváděnou příčinou tohoto poklesu je nedostatek/zdražování vstupů; hodnocení stávající situace zůstalo nadále velmi vysoké (na úrovni 100,1 bodu, tj. stejně vysoko jako třeba v předpandemickém červenci 2019).

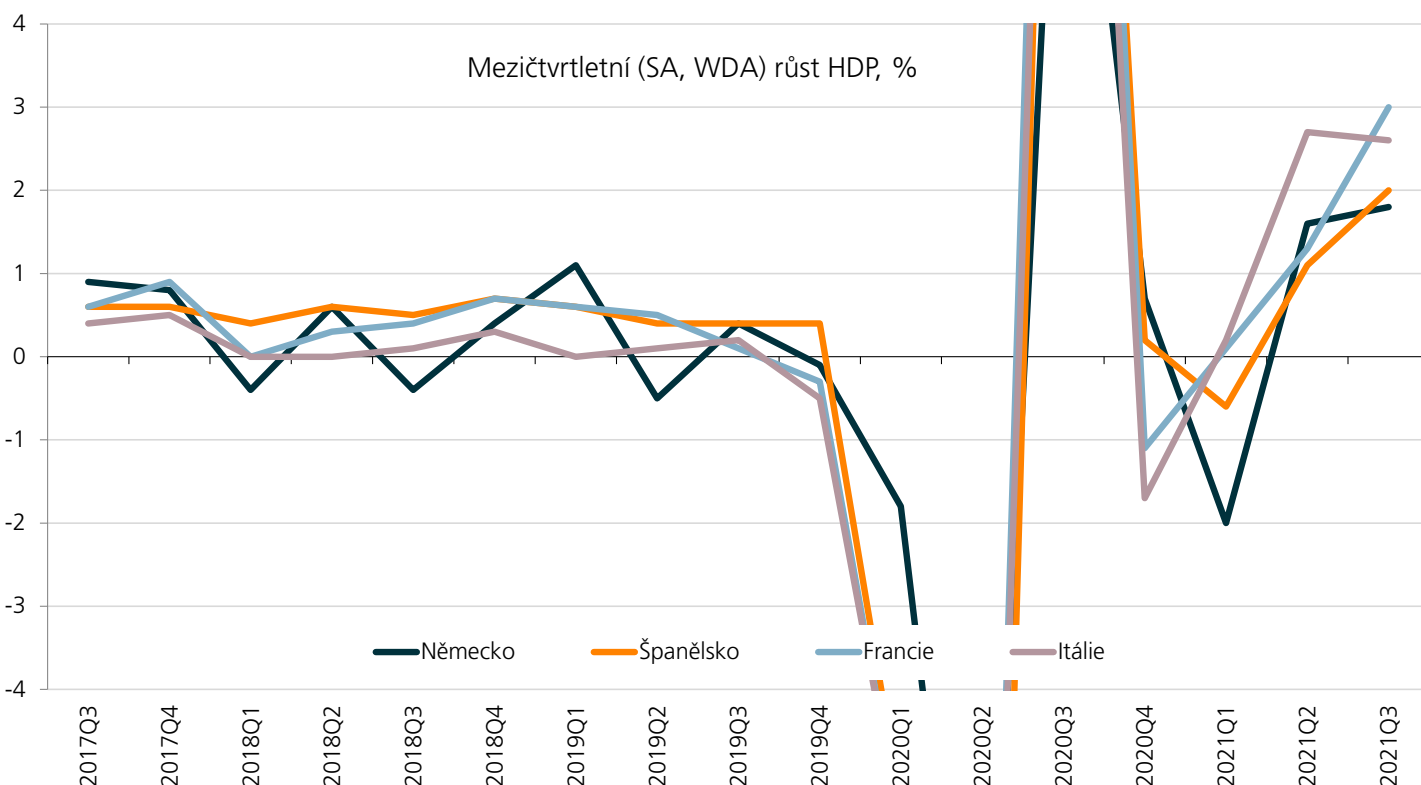
Jiný vývoj ukazuje **důvěra v průmyslu** měřená **EK**. Ta byla už v lednu 2021 (-6,1 bodů) lepší než bezprostředně před začátkem pandemie v únoru 2020 (-6,2 bodu), v dalších měsících dále rostla a v červenci se dostala až na 14,5 bodu, což bylo čtvrté nové historické maximum po sobě (měří se od ledna 1985). Poté sice v srpnu mírně ubrala (13,8 bodu), ale růstem na 14,1 v září a **14,2 v říjnu** se vrátila na dohled červencového historického maxima. Je to vzhledem ke zprávám o problémech s dodávkou komponent a o drahých energiích celkem překvapivé. Stejně tak paradoxní je vývoj v největší ekonomice Eurozóny, kde se **průmyslová důvěra dle EK** dostala v září dokonce na **historické maximum** (25,6 bodu) a **v říjnu** z něj jen **mírně klesla** (23 bodů).

V dominantním sektoru služeb se situace také znovu zhoršila. V říjnu totiž **index PMI** ve službách podruhé řadě výrazněji poklesl, a to z 56,4 v září **na 54,7 v říjnu**; oproti maximu z července je tak nyní už o 5 bodů níž a také nejnižší za posledního půl roku, i když je ještě stále nad dlouhodobým průměrem. Důvodem jsou vracející se obavy z pandemie. **Domácnostem to však zatím, zdá se, tolik nevadí.** Důvěra domácností, která kupř. v lednu letošního roku dosáhla -15,5 bodu, se ve třetím čtvrtletí zlepšila v průměru na -4,6 bodu a počátkem 4. čtvrtletí byla jen marginálně slabší (-4,8 bodu).

Souhlasně s tím, co naznačila francouzská strukturální data nebo co ukázaly cenové subindexy PMI, **výrazně zrychluje inflace.** Dle prvních dat totiž **celková inflace v říjnu přidala 4,1 %** (nejvýraznější je vliv cen energií, které jsou meziročně o 23,5 % vyšší), **jádrová** se pak dostala na **2,1 %**. Z velkých zemí je nejvyšší inflace v Německu (4,6 %, 28leté maximum) a ve Španělsku (5,5 %, nejvyšší za 37 let), ve Francii a v Itálii je pak jen o něco nižší (3,2 %, resp. 3,1 %).

Na posledním zasedání (28. října) se však nic zásadního navzdory popsanému inflačnímu vývoji neudálo. I když Lagardeová potvrdila, že diskusi v Radě guvernérů dominovala „*inflation, inflation, inflation*“, ECB setrvala v postoji, že současné cenové vzednutí je přechodné. Na rozdíl od třeba FEDu nebo Bank of England, které v posledních týdnech naznačily, že se blíží přísnější měnová politika, ECB jede dále v zajetých holubičích kolejkách. Jediné, co lze interpretovat jako drobnou změnu oproti minulým prohlášením, je přiznání Lagardeové, že „*inflaci bude trvat déle, než se původně čekalo, než klesne*“.

Ekonomika Eurozóny dále silně roste

Zdroj: Eurostat, <https://bit.ly/3xE55D3>

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Ekonomika ve třetím čtvrtletí překvapivě zpomalila, měsíční data přitom nic takového nenaznačovala. Inflation mírně zvolnila, mzdy však stále rostou rychlým tempem.

Americká ekonomika ve třetím čtvrtletí na rozdíl od ekonomiky Eurozóny **výrazně zpomalila**. Anualizované mezičtvrtletní tempo růstu dosáhlo totiž jen 2 %, což bylo oproti prvnímu nebo druhému čtvrtletí letošního roku (s tempy růstu 6,3 % a 6,7 %) výrazné zpomalení. Nejvýrazněji se na něm podepsal první meziroční negativní příspěvek od druhého čtvrtletí 2020 u zásob a také (za stejnou dobu nejmenší, byť stále pozitivní) příspěvek u poptávky domácností. Na rozdíl od prvního pololetí byl dle očekávání výrazně pozitivní příspěvek od zásob (+2 p. b.).

Měsíční data zveřejněná během října se dotýkala třetího čtvrtletí, tudíž nejsou ve světle prvních dat o HDP až tak zajímavá.

Maloobchodní tržby bez aut a bez paliv po slabém začátku 3. čtvrtletí (v červenci poklesly o 1,3 %) a dobrém srpnu (+2,1 %) **v září mírně vzrostly (+0,7 % m/m)**. Meziročně jsou tak o 13,5 % vyšší a oproti konci minulého roku jsou pak vyšší dokonce o více než 18 %. Z hlediska dalších měsíců je pro tržby pozitivem kombinace stále velmi uvolněné měnové, ale hlavně fiskální politiky. Negativem pro příští růst spotřeby domácností jsou tak nadále pouze narušené dodavatelsko-odběratelské řetězce, které v mnoha sektorech snižují dostupnost zboží.

Pozitivem pro spotřebu domácností je samozřejmě také trh práce. V **září totiž míra nezaměstnanosti (4,8 %)** oproti srpnu (5,2 %) dále poklesla, dostala se tak už na dohled míry nezaměstnanosti z března roku 2020 (4,4 %). Klesly samozřejmě 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), která byla ještě koncem minulého roku skoro 12 %, **klesla v září na 8,5 %** (srpen 2021: 8,8 %). **Zlepšení**, byť samozřejmě absolutní velikostí menší než v minulosti, **je stále patrné také na „tokových“ datech**. U prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti klesl v říjnu týdenní průměr na 289 tis. (ještě koncem prvního čtvrtletí to bylo 720 tis; na jaře roku 2020 nyní již těžko uvěřitelných 5,5 mil.), u pokračujících žádostí jsme v polovině října zaznamenali pokles na 2,24 milionu. **Pozvolna zrychluje růst nominální mzdy**, jehož **kvartální tempo růstu v srpnu i v září dosáhlo 1,4 %** (i.e., anualizovaně tedy skoro 6 %).

Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby po červencovém nahoru revidovaném růstu (0,5 % m/m) přidaly v srpnu +1,3 % m/m, v září však mírně klesly (-0,4 %). Po vyloučení volatilní kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, je obrázek lepší: **růst** v každém letošním měsíci s výjimkou února (-0,3 % m/m), v červenci růst o 0,3 % m/m, v srpnu o 0,5 %, **v září o 0,8 % m/m**; je tak překvapivé, že složka fixních investic nebyla v datech za HDP lepší. **Průmyslová produkce** po revizích klesla v srpnu o 0,1 %, v září pak o 1,3 %, což znamená, (čárka) že se koncem třetího čtvrtletí nacházela 1,3 % pod předpandemickou úroveň z února 2020.

Jádrová PCE inflace **zůstává vysoko. Oproti druhému čtvrtletí** (04/21: 0,6 % m/m, 05/21: 0,5 %, 06/21: 0,4 %) **sice tempo jádrové inflace ve třetím čtvrtletí zvolnilo, ale stále zůstává na vysokých (anualizovaných) úrovních**. Jádrová inflace totiž v červenci i v srpnu vzrostla o 0,3 % a v září o 0,2 % m/m, což implikuje roční inflaci 3,2 %. Meziroční tempo jádrové inflace dosáhlo počtvrté v řadě 3,6 %, celková inflace vzrostla v září oproti srpnu (a i oproti červenci) o 0,2 p. b. na 4,4 %.

Americká centrální banka zasedala ve dnech 21.–22. září (nejbližší zasedání je po uzávěrci tohoto materiálu, ve dnech 2.–3. 11.), k žádné změně v nastavení měnové politiky dle očekávání nedošlo. Nová prognóza FEDu ale přece jen pár změn přinesla, kupř. v tom, že nyní již 9 členů FOMC očekává, že sazby budou muset nahoru již v roce 2022 (v červnu to bylo 7 členů). Prezident FEDu Powell rovněž řekl, že dle něj jsou podmínky pro začátek snižování tempa odkupů aktiv již naplněny a pokud se nic neočekávaného nestane, ohlášení tohoto tzv. „taperingu“ přijde na dalším (tj., na nadcházejícím listopadovém) zasedání. Zářijové zasedání tak bylo prvním krokem k normalizaci měnové politiky.

CEE3

ČR

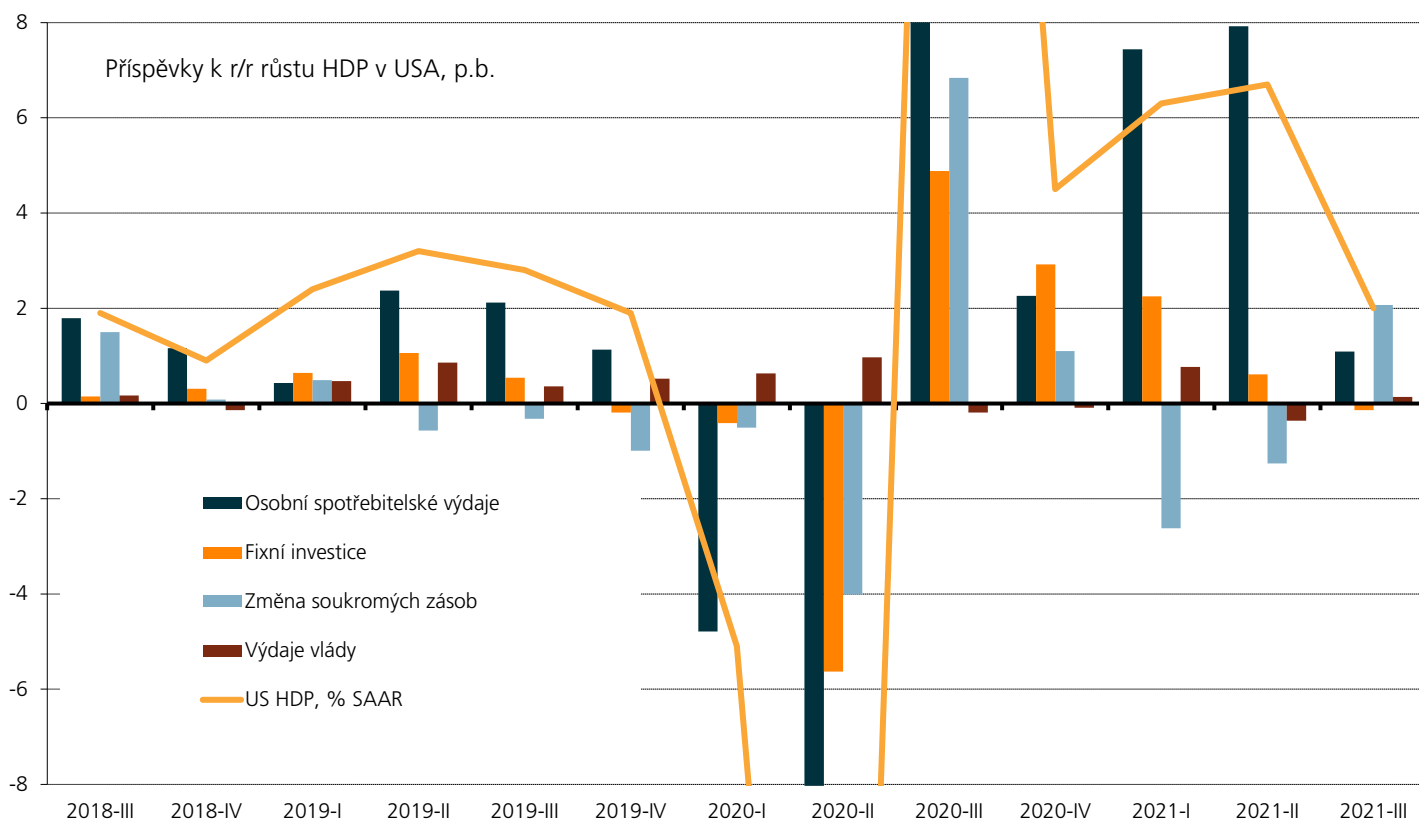
Ekonomika navzdory slabším měsíčním datům dle prvních dat o HDP ve 3Q21 silně vzrostla. Jádrová inflace se dostala na dohled 6 %, ČNB indikuje další výrazné utažení měnové politiky.

Dle prvních dat o růstu **přidala ekonomika ve třetím čtvrtletí dokonce více**, než bylo tempo jejího růstu ve čtvrtletí druhém (1 % q/q). **Mezičtvrtletní tempo růstu** dosáhlo **1,4 %**, meziroční pak 2,8 %. To bylo trochu překvapivé zejména s ohledem na problémy v průmyslu. Vysvětlením je (zatím jen kusá) zpráva ČSÚ, že za růstem ekonomiky byla „výhradně“ domácí poptávka, zejména pak výdaje na konečnou spotřebu domácností, a že „celkový útlum zahraniční poptávky výrazně negativně ovlivnil růst HDP“. Na straně nabídky se to odzrcadilo ve faktu, že „negativní vliv na mezičtvrtletní vývoj hrubé přidané hodnoty měl zpracovatelský průmysl.“

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Růst amerického HDP ve třetím čtvrtletí znatelně zpomalil



Zdroj: bls.gov

Měsíční data zveřejněná během října byla slabá – poklesla jak průmyslová produkce, tak maloobchod, a opět se zhoršila nálada, zejména u průmyslových firem (ale částečně i u spotřebitelů).

Průmyslová produkce po silném červnu i červenci (+1,1 % a +1,9 % m/m) **srpnovým poklesem o 3,2 %** všechny tyto přírůstky odevzdala. Tento pokles byl ovlivněn zejména „neplánovaně prodlouženými dovolenými v automobilovém průmyslu“, které jsou samozřejmě důsledkem problémů s dodávkami komponent, a také „plánovanými odstávkami v energetice“. Slabost tak (zatím) zůstává koncentrována v automobilovém sektoru, ve většině ostatních průmyslových odvětví produkce meziročně naopak roste.

Vývoj **indexu nákupních manažerů PMI pak ukazuje, že průmysl má před sebou těžší podzim**. V září sice PMI nadále zůstal vysoko, ale svými 58 body byl současně nejslabší od března letošního roku. V zářijovém průzkumu navíc respondenti uváděli nedostatek komponent (u sebe i u odběratelů) jako hlavní příčinu slabších objednávek i slabší skutečné produkce, což se zcela určitě projeví i v zářijových datech za průmyslovou produkci. **V říjnu dosáhl index hodnoty 55,1 bodu**, což bylo jeho jedenáctiměsíční minimum. Důvodem byl jak pokles subindexu momentální produkce, tak pokles nových objednávek, které poklesly poprvé za o něco více než rok. Pokračuje také růst vstupních i výstupních cen, a to sice ne rekordním, ale stále velmi vysokým tempem.

Podobně jako PMI opisuje situaci i důvěra v průmyslu měřená ČSÚ. Dle konjunkturálního průzkumu ČSÚ **klesla důvěra v průmyslu v říjnu počtvrté** v řadě, dostala se tak jen lehce nad úroveň z března 2020, kdy se počínala rozjíždět pandemie. V rámci podnikatelské důvěry je to ale ojedinělý vývoj – důvěra v obchodu, ve službách nebo ve stavebnictví se zlepšuje nebo přinejmenším nezhoršuje.

Po silném dubnu (+1,4 % m/m) a zejména květnu (+6,3 % m/m, po revizi) **maloobchodní tržby v dalších třech měsících klesly**: v červnu o 0,5 % m/m, v červenci o 0,7 % a v srpnu o 0,4 %. Nebylo to ale kvůli slabosti poptávky. Většinu tohoto vývoje maloobchodu totiž lze vysvětlit tím, že v každém z těchto měsíců poklesly celkem výrazně tržby za auta: o 2,3 % m/m v červnu, o 1,8 % v červenci a o 2,2 % a v srpnu. To ale není odrazem nezájmu nebo pesimismu spotřebitelů (byť jejich důvěra dle ČSÚ v říjnu podruhé v řadě klesla), nýbrž odrazem shora opakovaně zmiňovaných problémů na straně nabídky. Dalšími složkami tržeb se daří lépe. **Meziročně jsou celkové maloobchodní tržby vyšší o 5,6 %, tržby bez aut, paliv a potravin o více než 10 %.**

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Silný růst poptávky a vysokou dováženou inflaci reflektuje česká spotřebitelská inflace. **Měnově-politická inflace** přidala **v září 0,2 %** m/m, což znamená, že na meziročním základě vzrostla ze srpnových 3,9 % na zářijových 4,7 %, tj. na nejvyšší hodnotu od září 2008. Ještě hůř však na tom je **jádrová inflace**, která se zářijovým meziměsíčním růstem o 0,2 % (po srpnovém růstu dokonce o 1 %) dostala **na dohled hranice 6 %**.

Ačkoliv ČNB během října nezasedala (nejbližší zasedání je 4. listopadu), vyslala nepřehlédnutelné signály, že krok ze zářijového zasedání (na němž svou základní repo sazbu zvýšila o tři čtvrtě procentního bodu na 1,5 %) nebyl posledním utažením měnové politiky. Většina členů BR ČNB totiž v říjnu řekla, že na listopadovém zasedání se nebude diskutovat o tom, zda zvýšit sazby, nýbrž jen o tom, zda to má být o půl procentního bodu nebo o víc.

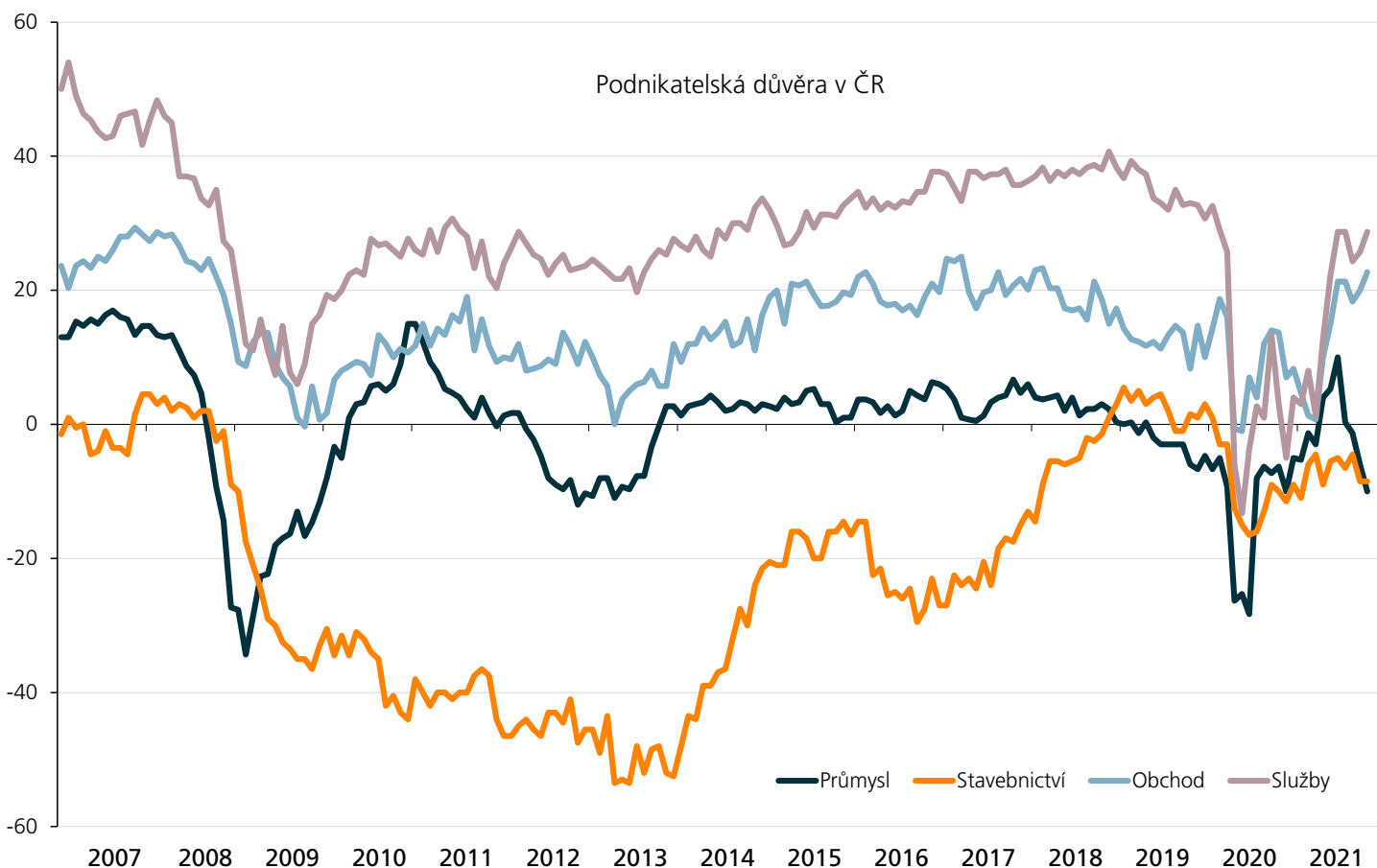
POLSKO

Ekonomika dále roste, zejména, zdá se, díky poptávce domácností. Centrální banka se vlivem dvacetiletého maxima inflace konečně probudila a přidala se s utahováním k centrální bance v Maďarsku a v České republice.

Polská ekonomika prozatím první odhad růstu HDP za třetí čtvrtletí nezveřejnila. Ve druhém čtvrtletí přidala 2,1 % q/q, což znamenalo nejrychlejší meziroční tempo růstu (11,1 % r/r) v moderní historii Polska vůbec. Největší mírou se na tom podílela poptávka domácností, která k meziročnímu růstu přispěla v rozsahu 7,4 p. b., následována hrubou tvorbou zásob (+3,7 p. b., zejména díky zásobám, které přidaly 2,9 p. b., asi jako důsledek růstu nedokončené produkce). Nyní je tedy skoro jasné, že růst za letošek lehce přesáhne 5 %.

V říjnu zveřejněná data byla lehce pozitivní.

Podnikatelská důvěra se zhoršuje, ale prozatím jen v průmyslu

Zdroj: www.czso.cz

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Průmyslová produkce zaznamenala po srpnovém poklesu (o revidovaných 1,2 % m/m) **v září mírný růst**, a to o 0,6 % m/m. Její meziroční tempo dosáhlo necelých 9 %, oproti únoru 2020 (tj., oproti předpandemické úrovni) tak koncem třetího čtvrtletí 2021 byla produkce o 9,4 % vyšší a oproti konci minulého roku pak vyšší o 6,6 %. Nebýt poklesu výroby aut (v důsledku nedostatku polovodičových součástek) byl by výsledek ještě lepší.

To potvrzuje i index nákupních manažerů, který po květnovém i červnovém historickém maximu (57,2 resp. 59,4) v dalších třech měsících zvolnil, **a to až na 53,4 bodu koncem třetího čtvrtletí**, což byla nejslabší hodnota od letošního února. Podobně jako jinde i zde byly hlavním viníkem zpomalení subindexy stávající produkce a nových objednávek. Polské firmy v obou případech uváděly jako hlavní problém obtížné získatelné a drahé vstupy. Výstupní i vstupní ceny sice dále ustoupily z červnových maxim, ale z historického hlediska zůstávají nadále velmi vysoké (o tom ostatně svědčí i desetiprocentní růst PPI v září). Říjnový index bude zveřejněn až po uzavěrce tohoto vydání (2. listopadu).

Reálné maloobchodní tržby přidaly **v září** (reálně a sezonně očištěně) **5,1 % r/r**. Tržbám nadále pomáhá jak trh práce (**míra nezaměstnanosti** klesla v září na **5,8 %**, tj. je již jen o 0,6 procentního bodu nad hodnotou z února 2020), tak **růst mezd**, který dosáhl koncem třetího čtvrtletí **8,7 % r/r**.

Inflace pokračuje v nemilosrdném růstu. Z rovných 5 % r/r v červenci se růstem v dalších měsících (srpen: 5,5 %, září: 5,9 %) a zejména meziměsíčním růstem o rovné procento v říjnu dostala počátkem 4. čtvrtletí až na **6,8 %**, což je nejvyšší hodnota od května 2001 (6,9 %). Je to nadále důsledek kombinace silného růstu mezd (v září přidaly 8,7 % r/r) a růstu cen energií (+1 % m/m, +10,2 % r/r) či potravin (+0,5 % m/m, +4,9 % r/r). Jádrová inflace v září (za říjen zatím data nejsou) také vzrostla, a to na 4,2 %, pro říjen je skoro jisté, že se dostala na dohled 5 %.

Centrální banka na zasedání 6. října konečně pochopila, že inflace je problém a nemůže se donekonečna spoléhat na to, že jednou sama od sebe zpomalí. Poprvé od roku 2012 (!) a navzdory předchozím vyjádřením, že sazby porostou až koncem roku 2022, zvýšila základní sazbu o 0,4 p. b. na 0,5 % a také zvýšila PMR na 2 % (z původního půl procenta). Důvodem dle tiskovky byla obava, že současná inflace se zabydlí v inflačních očekáváních (při prakticky neexistující nezaměstnanosti by to nepřekvapilo, ostatně, devítiprocentní růst mezd je možná důkazem, že už se tak děje). Vzhledem k vývoji inflace od zasedání, zejména vzhledem k téměř sedmiprocentní říjnové spotřebitelské inflaci a desetiprocentnímu růstu cen výrobků, čekáme, že na nejbližším zasedání 3. listopadu NBP sazby opět zvýší, a ne jenom o obvyklého čtvrt procentního bodu.

MAĎARSKO

Navzdory zrychlujícímu růstu inflace se maďarská centrální banka drží jen pomalého tempa utahování měnové politiky.

Ani v Maďarsku jsme se zatím první odhad růstu ekonomiky ve třetím čtvrtletí nedozvěděli, stane se tak až 16. listopadu. Měsíční data zveřejněná v říjnu ukazují na pokračující ztrátu dynamiky v průmyslu.

Maloobchodní tržby po mírném poklesu v červenci (o 0,3 % m/m) **v srpnu přidaly 0,5 % m/m**. Meziroční tempo je vzhledem k tomu, že minulý rok se maďarský maloobchod zdaleka nepropadl tak jako třeba ten český nebo polský, nevysoké – v srpnu byly tržby meziročně vyšší o 2,4 %. **Míra nezaměstnanosti** je nadále velmi nízká. Ano, během pandemie vzrostla o 1,5 p. b. až na maximum 4,7 %, ale její hodnota z července až září letošního roku (3,9 %) je mnohem níž než v letech 2013–2016 a je tak oporou pro maloobchod. Meziroční tempo **růstu mezd** zůstává podobně jako v Polsku vysoké: v červenci 7,9 %, v srpnu ještě o jeden procentní bod víc.

Maďarská průmyslová produkce v srpnu **potřetí** v řadě **klesla** (–2,7 % m/m), produkce tak za poslední tři měsíce oproti konci května odepsala 3,7 %. **Meziroční tempo** růstu se dostalo už jen na **0,8 %**. Podobně jako jinde, je to způsobeno primárně nedostatkem komponent v automobilovém sektoru a s tím souvisejícími omezeními produkce. Takový vývoj není nekonzistentní s vývojem indexu nákupních manažerů. PMI svým poklesem **v září na 52,9 bodu** na pokračující ztrátu dynamiky na konci třetího čtvrtletí dopředu upozorňoval (říjnový PMI bude zveřejněn shodně s Polskem až 2. 11.).

Celková inflace se stejným meziměsíčním růstem (o 0,2 % m/m) jako v srpnu dostala **v září na 5,5 % r/r**, což byla její nejvyšší hodnota od října 2012 (6 %). Podobně jako v Polsku vzrostly ceny potravin (+0,2 % m/m, 4,4 % r/r) a ceny pohonných hmot (+0,4 % m/m, +21,6 % r/r), což v případě obou bude ještě horší v říjnu, a to nejenom kvůli dalšímu růstu světových cen, ale také kvůli obnovené slabosti forintu. To, že inflace je skutečně inflací (ergo, že roste celková cenová hladina, nejenom ceny v izolovaných sektorech), ukazuje i růst cen služeb (3,2 % r/r), cen zboží dlouhodobé spotřeby (+5,1 %) a také vlastně celý okruh **poptávkové inflace**. Ta totiž **v září dále vzrostla na 4 %, což je nejvíce od listopadu 2008.**

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Centrální banka (MNB) pokračovala v říjnu utahování měnové politiky, ale, podobně jako v září, jen pomalým tempem. Růst hlavní sazby (i obou hranic koridoru, tj. O/N zápůjční sazby i O/N depozitní sazby) byl totiž jen o 15 b. b. (na 1,8 %), což vzhledem k inflaci není zrovna logické, zejména když již na tiskovce po zasedání přislíbila centrální banka další utižení, jelikož „inflační rizika jsou směrem nahoru“. Centrální banka hodlá dle svých slov pokračovat v utahování politiky na dalších zasedáních až do doby, než se inflační výhled udržitelně stabilizuje kolem inflačního cíle a rizika pro inflaci budou vyrovnaná.

ROPA

I v říjnu pokračoval růst cen ropy (a dalších energetických surovin, zejména zemního plynu). Barel ropy WTI během října zdražil o více než 11 %, dostal se tak až na hranici 84 dolarů za barel, na které byl naposledy počátkem října 2014.

AKCIOVÉ TRHY

Vyspělé akciové trhy si v říjnu připsaly vysoké zisky (index vyspělých trhů MSCI World +5 %). Růst trhů tak vymazal zářiovou korekci, kdy ceny akcií negativně reagovaly na blížící se zimní měsíce, možné reakce centrálních bank na rostoucí inflaci a uzavírání letos nabytých zisků. Říjen se nesl právě v opačném gardu, kdy investoři využili předešlé korekce k nákupům akcií. K dalším faktorům patřila stále opatrná rétorika předních centrálních bank ohledně utahování měnových podmínek a dobrá výsledková sezóna hospodaření společností v 3. čtvrtletí. Hospodářsky se společnostem solidně dařilo, zvláště na úrovni čistých zisků, a to i přes rostoucí personální a ostatní náklady. Akciové trhy si připsaly tyto zisky: americký index S&P 500 meziměsíčně +6,9 %, evropský index DJ STOXX 600 +4,6 %.

Středoevropské akciové burzy v měsíci říjnu předvedly slušnou výkonnost. Pozitivní globální sentiment a zvyšování cen základních úrokových sazeb centrálními bankami vedlo k růstu cena akcií bank, jež táhly místní akciové indexy výše. Nejlépe se vedlo polským akciím (index WIG30 +5,2 %). Táhly ho především banky, které pozitivně reagovaly na překvapivé zvýšení základních úrokových sazeb centrální bankou. Alior Bank si meziměsíčně připsala +46 %, mBank +37 %, Bank Millenium +36 %, PKO Bank +16 %. Naopak ztrácely společnosti, kterým se může žít s vyššími úrokovými sazbami hůře, jako například společnostem z e-commerce. Akcie Allegro tak, zároveň také kvůli rostoucí konkurenci, ztratí (9 %) %. Nedařilo se ani herním společnostem CD Project -9 % a Ten Square Games -33 %. V maďarském indexu BUX se dařilo všem velikým společnostem, což vedlo k meziměsíčnímu růstu indexu o 2,5 %. Výkonnost českých akcií byla smíšená a akciový PX index se tak téměř nikam neposunul (+0,1 %).

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

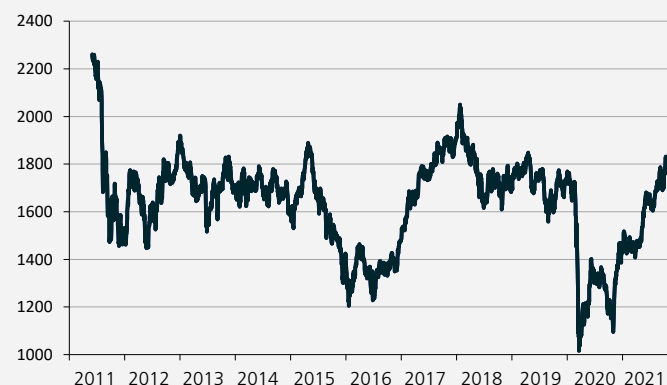
MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

AKCIOVÉ TRHY

Akcíím na rozvíjejících se trzích v říjnu také celkově dařilo, avšak oproti vyspělým trhům výrazně méně. Souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal 0,93 %. Asijské akcie na počátku měsíce nejprve solidně rostly, pomáhaly jim dobré výsledky společností a klesající počet případů COVID-19 v regionu. Ke konci měsíce pak zisky odevzdávaly, když investoři více reflektovali rostoucí ceny energií a vyšší inflaci. Pokud jde o jednotlivé trhy, čínským domácím akciím (A-Shares) pomohla jednoznačně situace kolem obřího developera Evergrande, který byl schopen zaplatit své závazky, a tak si investoři mohli alespoň dočasně oddechnout. Off-shore společností se dařilo ještě lépe (index Hang Seng +3,26 %), táhly je nahoru především sektor technologií a e-commerce. Jen lehce v plusu skočily indické akcie, naopak vybírání zisků po výborných výsledcích dopadlo na korejské akcie (-3,2 %). Nejhůře se vedlo brazilským akciím (-6,74 %), což je důsledek obav o rozpočtovou stabilitu, z vysoké inflace a rychlého utahování měnových podmínek. Mexické akcie naopak zažily vcelku poklidný měsíc bez výraznějších pohybů.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Po pauze v růstu výnosů během předchozích měsíců, kterou si americké vládní dluhopisy, resp. jejich výnosy, vybraly během března až května letošního roku, a po poklesu výnosů během června a července, začaly americké dlouhé výnosy zhruba od poloviny září růst. Tento růst pokračoval i během října, desetileté výnosy se tak koncem druhé říjnové dekády dostaly až na 1,7 %. Tam však nevydržely a koncem října byly na zhruba 1,55 %. Na krátkém konci byl vývoj dramatičtější – v předtuše blížícího se ohlášení začátku snižování odkupů v rámci programu kvantitativního uvolňování a kvůli inflaci narostly dvouleté výnosy během října až na 0,5 %, kde nebyly od března 2020.

Na německých vládních dluhopisech pozorujeme od července, kdy se německé výnosy dostaly na -50 b. b., pozvolný růst výnosů. Během srpna tak německé desetileté výnosy narostly na -40 b. b., v září, zejména v jeho poslední dekádě a v návaznosti na růst amerických výnosů, „až“ na -20 b. b. Mírným růstem v říjnu se dostaly až na -0,1 %. Na krátkém konci se výnosy také zvedly, ale jen mírně z cca -70 b. b. na konci září na cca -60 b. b. na konci října. Zde trh ECB věří, že zvyšovat sazby se hned tak nebudou.

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Na trhu korporátních dluhopisů byl v říjnu, stejně jako v předcházejícím půlroce, vývoj vcelku poklidný. Korporátní dluhopisy investičního stupně denominované v euru se během měsíce nezměnily, u jejich spekulativních protějšků jsme zaznamenali jen minimální (půlprocentní) pokles tzv. total return indexu (TRI). U dolarových instrumentů byl vývoj odlišný – zatímco dluhopisy investičního stupně zaznamenaly růst TRI o 0,4 %, u spekulativního došlo k poklesu o 0,3 %.

V říjnu došlo po září k dalšímu růstu vnímání rizika na trhu, i když oproti září rozdílným způsobem. Vzpomeňme, že v září rizikové prémie (CDS) u investičních dluhopisů denominovaných v euru vzrostly o 11,9 %, zatímco u spekulativního stupně byl růst skoro nezatelný (0,3 %) – to nedávalo ve světle růstu amerických vládních výnosů a očekávání taperingu moc smysl. Navíc, zatímco oproti konci minulého roku byly koncem třetího čtvrtletí rizikové prémie u investičních instrumentů vyšší o 4,5 %, u spekulativních byly o 31,1 % (!) nižší. V říjnu došlo aspoň trochu k normalizaci – CDS na investičních instrumentech přidaly 1,3 %, na spekulativních 10 %.

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka během října výrazně narostla a zploštila se. Překvapivý růst sazeb ČNB o 0,75 p. b. v samém závěru září a očekávání, živě vyjádřením centrálních bankéřů a (resp. v reakci na) akcelerující inflaci, že utahování bude pokračovat, se celý měsíc propisovaly do výnosové křivky. Na krátkém konci tak dvouleté výnosy vzrostly o 80 b. b. na bezmála 3 %, na dlouhém pak desetileté výnosy přidaly 50 b. b. na skoro 2,7 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Stejný vývoj – růst výnosů a zploštění křivky – byl v říjnu k vidění také na polských vládních dluhopisech. Vlivem překvapivého růstu sazeb polské centrální banky a vlivem inflace, která, stejně jako v ČR, živí obavy trhu, že další růst sazeb přijde, výnosy výrazně vzrostly. Na krátkém konci dvouleté výnosy vystřelily o 110 b. b. a dostaly se na 2 %, na dlouhém pak přidaly 60 b. b. na 2,8 %.

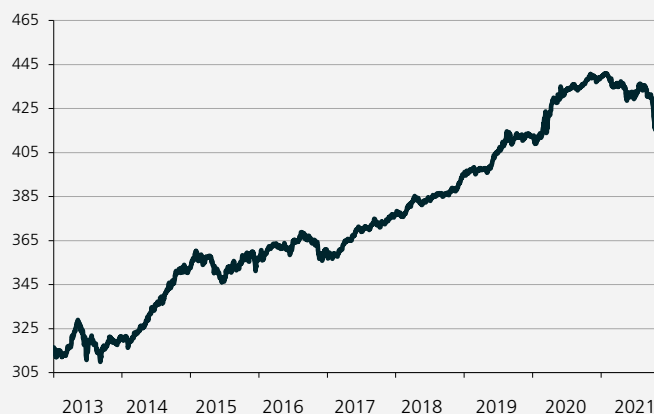
DLUHOPISOVÉ TRHY

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

Turecká ekonomika roste nejrychleji za poslední tři roky (to se negativně projevovalo v prohlubování schodku běžného účtu platební bilance), podporovaná uvolněnou fiskální politikou (a díky tomu vyššími schodky státního rozpočtu). Ruku v ruce s tím ale i nadále roste silně inflace, chronický to problém turecké ekonomiky, což snižuje životní úroveň obyvatelstva a celkovou spotřebitelskou náladu. V důsledku toho klesají preference vládnoucí koalice, která tak stupňuje tlak nejen na centrální banku, ale i na opozici a zbývající nestátní média. Centrální bankéři tak již dříve tiše upravili svá vyjádření o udržování pozitivní reálné úrokové sazby v tom smyslu, že při nastavení měnové politiky se nebudou orientovat podle celkové inflace, ale pouze podle její jádrové (nižší) složky. Tím se bohužel otevřel prostor pro snížení sazeb, ke kterému od konce září průběžně dochází. Po snížení sazeb o 1 procentní bod na konci září dodala turecká centrální banka redukcí o další 2 p.b. během října. Měnový kurz v reakci na to kontinuálně oslaboval a od poloviny září odepsal přes 12 %. Výnosy státních dluhopisů vzrostly o 250 až 300 b. b., trh tak evidentně pokračující snížení sazeb ani zdaleka neuvítal.

Ve druhém kvartále sice došlo ke zlepšení výkonu ukrajinské ekonomiky, ale stále výrazně slabšímu oproti očekávání. Hlavním důvodem byl opožděný rozjezd zemědělské aktivity. Aktuální vývoj průmyslové produkce, maloobchodních tržeb i očekávané rekordní úrovně zemědělské sklizně potvrzují, že ve zbytku roku lze očekávat lepší výsledek. Na inflační frontě došlo k materializaci očekávaného zpomalení tempa růstu cenové hladiny. Jestřábí tón centrální banky, doplněný začátkem září zvýšením sazeb o 50 b. b. dále přispíval k ukotvení inflačních očekávání. Centrální banka indikovala připravenost pokračovat ve zvedání sazeb, nicméně vzhledem k inflačnímu výhledu se aktuálně nachází blízko vrcholu současného cyklu. Výnosy ukrajinských státních dluhopisů vesměs setrvaly na úrovních z konce září, setrvale ovšem posiloval měnový kurz.

MĚNY

Dolar proti euru po posílení v září k úrovni 1,16 USD/EUR už během října nic moc nepředvedl. Většinu měsíce jen osciloval mezi 1,155 a 1,165, říjen pak zakončil na spodní hranici tohoto pásma.

I když se na chvíli zdálo, že **česká koruna** si díky překvapivě velkému utažení politiky ze strany ČNB v samém závěru září a vlivem očekávání, že utahování bude pokračovat, bude v říjnu připisovat zisky, nepotvrdilo se to. Začátkem října sice na chvíli posílila pod 25,30, ve druhé polovině měsíce však oslabila až k hranici 25,70 CZK/EUR. **Zlotý proti euru** se vyvíjel podobně. Po překvapivém utažení politiky ze strany NBP sice na chvíli posílil na 4,55, ve druhé polovině měsíce však jen oslaboval, a to až nad 4,60, tj. na úroveň, kde byl před zásahem NBP z první říjnové dekády. **Maďarský forint** oslaboval v podstatě bez přestávky od počátku měsíce, a to zhruba z hranice 360 až k úrovni 367. V samém konci října se vrátil zpátky na 360 HUF/EUR.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na straně faktorů ukazujících na další růst českých dluhopisových výnosů máme čtveřici důvodů. Zaprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády, která jede v režimu „zítřek neexistuje“. Deficit za prvních deset měsíců dosáhl 335 mld., což z něj činí deficit historicky nejvyšší, pro rok 2022 MF ČR plánuje (a do Poslanecké sněmovny již poslalo) rozpočet s deficitem 376,6 mld. a ani v dalších letech se zatím nechce v utrácení dle slov nově vznikající vlády tolik omezovat. Jinými slovy, o zásobu dluhopisů se dluhopisový trh obávat nemusí. Zadruhé, Česká republika stále vykazuje vcelku vysokou míru inflace v její poptávkové složce, která je nyní skoro na 6 %. Zatřetí, sazby ČNB rostou rychle a guvernér Rusnok navzdory nelibosti politiků říká, že budou růst rychle i v dalších měsících, a to minimálně k neutrální sazbě 2,5–3 %. Ještě větší růst pak čeká trh. Začtvrté, trvají obrovské fiskální stimuly v Americe a z těchto stimulů by měl pramenit strach z vyšší globální inflace, a tudíž z vyšších globálních výnosů (jakkoli tomu tak zatím příliš není).

Naproti těmto faktorům stojí 1) extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek minimálních poptávkových inflačních tlaků) v celé Eurozóně, která bude zřejmě trvat dlouho, a také 2) domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopen absorbovat i skutečně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). Podle vývoje v minulých měsících se zdá, že první množina faktorů převládá a ještě nějakou dobu bude převládat. Z toho pramení naše očekávání růstu českých, zejména delších, výnosů i nadcházejících měsících.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Zásah centrální banky přišel, jak jsme ostatně očekávali, dřív, než co nám měsíce tvrdila polská centrální banka. A na to samozřejmě nemohly polské vládní dluhopisy nereagovat. Vzhledem k tomu, že polská centrální banka je dle nás za inflací a že bude muset zpříšňovat politiku rychleji, než si myslí ona i trh, čekáme další růst výnosů vládních dluhopisů (pokles jejich cen).

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

I ve zbytku roku lze očekávat dobrou výkonnost turecké ekonomiky, do které se nicméně i nadále budou promítat silné inflační tlaky, pramenící ze zadržené domácí poptávky a externích cenových šoků v podobě růstu cen energií, materiálových vstupů a právě slabého kurzu liry. Potvrdilo se, že lepší inflační čísla z května byla pouze výsledkem pandemických restrikcí, kdy turecký statistický úřad nedokázal posbírat data z důležitých segmentů (restaurace, oděvy). Aktuální úroveň inflace přesáhla 19,5 %, ceny vstupů výrobního sektoru jsou pak meziročně o 44 % vyšší. Centrální banka nicméně rezignovala na jakékoliv zpříšnění měnové politiky, a to i rétoricky a do konce roku můžeme čekat další snižování základní úrokové sazby.

Pozitivem při pohledu na ukrajinská aktiva je probíhající mise IMF, která by měla do konce roku přinést žádaný výsledek v podobě uvolnění mezinárodního financování. To je, i přes nižší schodek státního rozpočtu vlivem silnějšího výběru daní, pro Ukrajinu stále velmi důležité. S nastupující zimou se nicméně zhoršuje pandemická situace a případné restrikce (vzhledem k pomalému tempu očkování) budou na tamní ekonomiku dopadat negativně. Pozitivem pro měnový kurz bude pokračující silný export v důsledku rekordní zemědělské úrovně, podporující vývoj běžného účtu platební bilance.

MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** se v letošním roce zastavil trend k oslabování dolaru z minulého roku, který byl hnaný proti-dolarovým inflačním narativem. Ve světle inflačního vývoje v letošním roce v USA to je překvapivé, ale je to tak. V posledních měsících došlo k přivření inflačního diferenciálu mezi USA a Eurozónou a navíc centrální banka v USA je utažení měnové politiky mnohem blíže než ECB. To dle nás bude brzdit slabost dolaru a ten tak v nejbližších kvartálech bude oscilovat bez jasnější tendence mezi 1,15 a 1,20.

Jak jsme psali již dříve, **koruna** svým posílením letos v květnu dle nás potenciál pro letošní posílení již vyčerpala. To potvrdil i vývoj v letních měsících a ostatně i v září. Říjnové oslabení je překvapivé, ale dle nás nebude mít dlouhého trvání. Ve zbytku 4. čtvrtletí roku čekáme návrat pod 25,50, v roce příštím pak díky výrazně se rozšiřujícímu úrokovému diferenciálu mezi ČNB a ECB posílení ke 25 korunám za euro. Proti většímu posílení mluví velmi nevyrovnaný vývoj rozpočtu a přetrvávající překoupenost koruny v důsledku devizových intervencí.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty silnější, než jaké vidíme dnes. Polská centrální banka sice již začala měnovou politiku zpříšňovat, ale prozatím jede jen na „čtvrt potřebného plynu“. Dle nás však již brzy přepne do rychlejšího módu. Rychlejší utahování politiky není v Polsku omezováno, podobně jako v ČR, rozpočtovou situací (příští rok by měl rozpočet dosáhnout deficitu 5 %, zadlužení dokonce klesnou pod 43 %), polská centrální banka navíc bývala historicky nejvíce jestřábí v regionu. Pokud s rychlejším zpříšňováním politiky začne, posílí polský zlotý v příštím roce směrem ke 4,40 PLN/EUR.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH MAĎARSKO

Maďarskému forintu donedávna škodila, podobně jako jeho polskému protějšku, centrální banka, která chtěla mermomocí udržet měnovou politiku co možná nejuvolněnější. Obrat v červnu a pokračování utahování v červenci se sice v srpnu dle našeho očekávání projevil v posílení k hranici 345 HUF/EUR, to však nevydrželo. Dle nás se však nakonec úrokový diferencíál a zkrácení inflace (vs. nulové sazby a netečná ECB) na posílení HUF v příštím roce projeví.

AKCIOVÝ TRH

Nejisté zimní měsíce přinesou mnoho nejistot. Nadále nedostatečná proočkovanost v mnoha zemích skrývá riziko v možných lock-downech. To by znamenalo další možné restriktivní opatření, s dopadem do ekonomik, hospodaření domácností a společností. Proto jsme na některé akciové trhy opatrní, zvláště pak na severoamerické trhy. Mezi hlavní důvody naší opatrnosti patří vysoké úrovně globálních akciových indexů, některé hodnotové ukazatele globálních akciových indexů jsou v případě amerického trhu na historických maximech. Mezi další obavy patří obavy z výrazně zvýšené inflace kvůli stále bezprecedentním monetárním a fiskálním stimulům v klíčových největších ekonomikách, zejména USA, eurozóně a Japonsku. Rizika také vidíme v možném růstu korporátních daní, z důvodu lepení vysokých státních deficitů nebo v geopolitických rizicích. Domníváme se proto, že v aktuálních cenách akcií je již zacenoáno očekávání velice pozitivního budoucího vývoje a prostor pro další výrazný akciový růst je již výrazně omezen.

Na druhou stranu musíme zdůraznit, že celková nadhodnocenost globálních akciových trhů je způsobena především nadhodnoceností amerických akcií. Ty máme proto v naší globální akciové alokaci vůči benchmarkům výrazně podvážené. Pokud se vyplní naše očekávání, budou americké akcie v následujících měsících za zbytkem světa výrazně zaostávat.

Domníváme se však, že některé regiony z rozvíjejících se trhů jsou i nadále oceněny velice atraktivně. Patří mezi ně především region střední Evropy, který v uplynulých letech za globálními akciovými indexy velice výrazně zaostával. Střední Evropa je momentálně nadále jedním z nejlevnějších regionů. Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu ve střednědobém horizontu vidíme především u slovinských, českých a některých polských akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou očekávanou ziskovostí vlastního kapitálu a úrokovou marží.

Dalším regionem, na který jsme pozitivní, je rozvíjející se Asie v čele s Čínou. Rozvíjející se Asie je momentálně hospodářským motorem celého světa. To by se samozřejmě mělo výrazně pozitivně projevit na dynamice korporátní ziskovosti lokálních burzově obchodovaných firem a potažmo akciové výkonnosti.

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


+420 225 988 222


www.conseq.cz/wm