

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500 (USD)	-3,14 %	USA (USD)	-0,66 %	USD/EUR	-0,14 %	Ropa Brent (USD)	10,72 %
Evropa – DJ Stoxx 600 (EUR)	-3,36 %	Evropa (EUR)	-1,95 %	CZK/USD	3,54 %	Zemní plyn (USD)	-9,68 %
Japonsko – Nikkei 225 (JPY)	-1,76 %	ČR (CZK)	1,43 %	CZK/EUR	3,39 %	Sil. elektřina (EUR)	6,13 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-3,06 %	Polsko (PLN)	-0,34 %	PLN/EUR	2,55 %	Zlato (USD)	5,89 %
ČR – PX (CZK)	-4,44 %	Maďarsko (HUF)	-2,20 %	HUF/EUR	4,54 %	Stříbro (USD)	8,79 %
Polsko – WIG30 (PLN)	-9,12 %	Turecko (TRY)*	-1,29 %	TRY/EUR	4,05 %	Měď (USD)	3,82 %
Maďarsko – BUX (HUF)	-18,17 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Před invazí Ruska na Ukrajinu byla ekonomika EMU zralá na vyšší sazby – míra nezaměstnanosti byla nejnižší v historii bloku, inflace naopak nejvyšší.

Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) pokračovala i ve čtvrtém čtvrtletí 2021 **v růstu. Německá ekonomika ji sice táhla dolů negativním růstem** (dle druhého odhadu **-0,3 % q/q**, což je lepší výsledek než v prvním odhadu), ale díky růstu ve Španělsku (+2 % q/q), ve Francii (+0,7 % q/q) či v Itálii (+0,6 % q/q) dosáhlo dle druhého odhadu, zveřejněného během února, tempo růstu celé eurozóny ve 4. čtvrtletí **+0,3 % q/q**. Struktura dat za celou eurozónu zatím zveřejněna nebyla. Růst za celý rok by měl dosáhnout 5,2 %.

Tvrdá data, která byla v EMU v průběhu února 2022 zveřejněna, ukazují ekonomiku, která před ruským vpádem na Ukrajinu byla zralá na utažení měnové politiky.

Maloobchodní tržby se v prosinci sice překvapivě propadly, a to o výrazná 3 % m/m, ale jejich meziroční tempo dosáhlo kladných dvou procent. Důvodem, alespoň částečným, proč v prosinci tržby navzdory silným fundamentům (viz níže) klesly, jistě byly rychle rostoucí spotřebitelské ceny, kterým **nestačí růst mezd. Nejrychleji z velkých zemí se tržby propadly ve Španělsku** (-5,7 % m/m), kde je shodou okolností nejvyšší inflace (jak spotřebitelských cen, tak cen výrobců) mezi velkými ekonomikami eurozóny; meziroční pokles tržeb ve Španělsku dosáhl 3 %. Německé maloobchodní tržby v prosinci 2021 byly už jen o 0,1 % pod úrovní z prosince 2020, francouzské i italské pak nad ní (+1,1 %, resp. +8,9 %).

Pro spotřebu domácností relevantní **trh práce se v prosinci dále zlepšil**. Sezonně očištěná míra nezaměstnanosti, která byla ještě počátkem roku 2021 na úrovni 8,2 %, klesla v listopadu na 7,1 % a v prosinci dokonce na historicky **nejnižší úroveň za dobu existence eurozóny, na rovných 7 %**. Nejnižší z velkých zemí je nezaměstnanost samozřejmě v Německu (3,2 %), nejvyšší ve Španělsku (13 %). Růst **nákladů práce** zůstává na rozdíl od USA zatím v **rozumných mezích** – [ve 3. čtvrtletí 2021 vzrostly nominální hodinové náklady práce v eurozóně o 2,5 % r/r \(čísla za 4. čtvrtletí budou známa až 18. března\)](#).

Průmyslová produkce v prosinci vzrostla podruhé v řadě. Po růstu o 2,4 % m/m v listopadu přidala **v prosinci 2021 1,2 % m/m** (v samotném zpracovatelském průmyslu pak 1,1 % m/m). Bylo to **z velkých ekonomik** primárně zásluhou **Německa**, kde růst dosáhl 1,1 % m/m. Meziroční tempo růstu produkce dosáhlo 1,6 %.

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu se v **únoru 2022 mírně zhoršil**, když z lednových 58,7 bodu poklesl na 58,2 bodu. Nejvyšší hodnoty mezi velkými zeměmi opět dosáhl PMI v Německu (58,4 bodu), následován Itálií (58,3 bodu), Francií (57,2 bodu) a Španělskem (56,9 bodu). Pokračuje zlepšování subindexu mapujícího délku dodavatelských časů, což naznačuje, že se fungování dodavatelsko-odběratelských řetězců zlepšuje. Pokračuje však také silný růst inflace na vstupech i na výstupu – i když tato tempa oproti lednu o něco zvolnila, nadále se jedná o jedny z nejvyšších úrovní v historii průzkumu.

Zlepšování situace v průmyslu největší ekonomiky eurozóny ukazoval v lednu i v únoru také index IFO. Tento index totiž **v lednu 2022** po šesti předcházejících poklesech v řadě (z post-pandemického maxima 101,7 bodu v červnu 2021 na 94,8 bodu v prosinci 2021, tj. nejnižší od února 2021) poprvé vzrostl, a to na (revidovaných) **96 bodů**. **V únoru si pak dále polepšil, a to na 98,9 bodu, což bylo nejvíce od září minulého roku**. Bylo to důsledkem výrazného

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

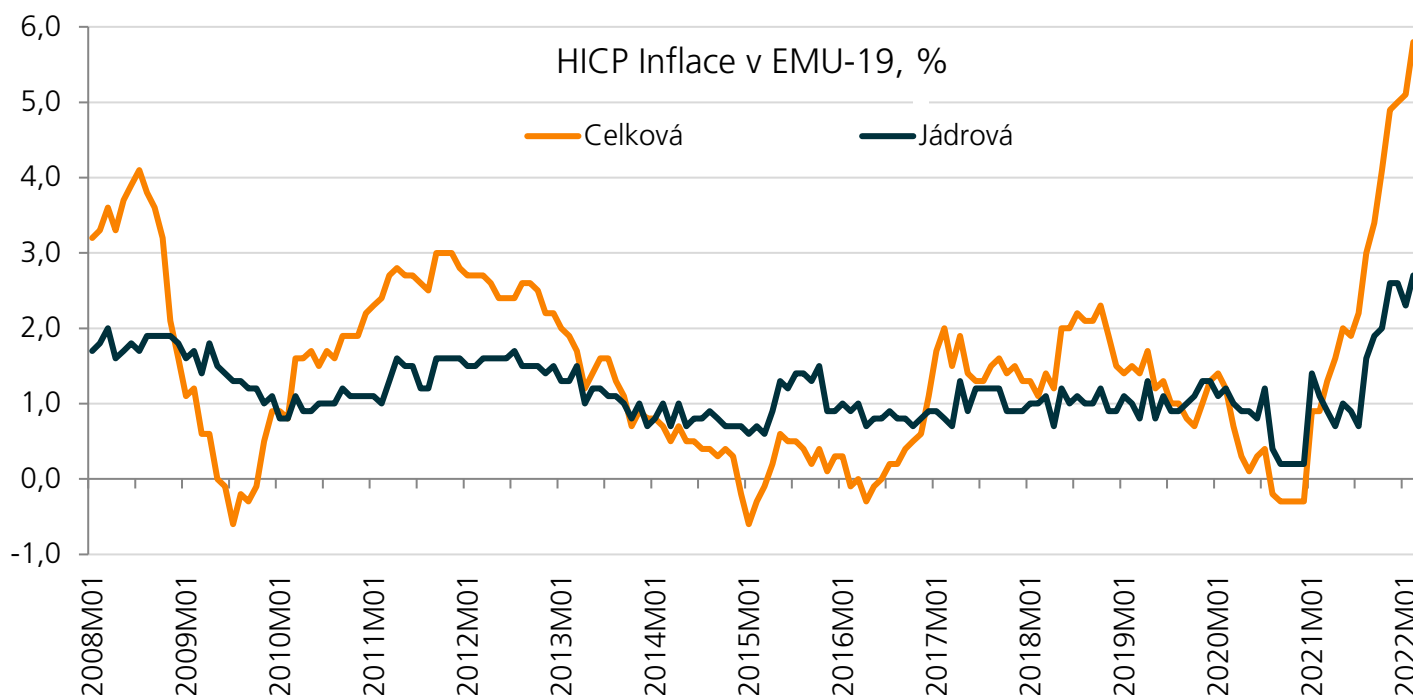
zlepšení očekávání, jejichž index poskočil z 92,7 bodu v prosinci minulého roku přes 95,8 bodu v lednu na **99,2 bodu** (tj. nejvýše od července 2021) **v únoru** roku letošního. Ruská agrese na Ukrajině z konce února se však na indexu IFO v březnu rozhodně podepíše negativně.

V dominantním sektoru služeb se situace v únoru 2022 vlivem uvolnění mnoha restrikcí souvisejících s pandemií COVIDU-19 (varianty omikron, která se ukázala sice jako nakažlivější, ale zároveň mírnější než předchozí varianty) **výrazně zlepšila**. Poté, co v lednu 2022 index PMI ve službách poklesl na devítiměsíční dno 51,1 bodu, **v únoru** silně vzrostl a **dosáhl tříměsíčního maxima 55,8 bodu**. Za tímto zlepšením byly stejné sektory, jaké stály za lednovým zhoršením – turistický sektor a sektor cestování. U **důvěry domácností se situace v posledních třech měsících stabilizovala** – poté, co se v prosinci (–8,4 bodu) dostala na nejslabší hodnotu od března 2021 (–10,9 bodu), se na podobných úrovních udržela v lednu (–8,5 bodu) i v únoru (–8,8 bodu) letošního roku.

Koncem minulého roku výrazně **zrychlila inflace** a i v lednu letošního roku zůstala vysoko. Dle finálních dat totiž **celková inflace v lednu 2022 dosáhla 5,1 %**, její **jádrová** složka pak oproti prosinci o 0,3 p. b. poklesla a dostala se na **2,3 %**. Z velkých zemí byla v lednu nejvyšší inflace ve Španělsku (6,2 %), nejnižší pak ve Francii (3,3 %); v Německu a ve Francii byla lednová inflace shodně 5,1 %. Dle předběžných dat **v únoru 2022 inflace dále zrychlila** (celková inflace na 5,8 %, jádrová inflace na 2,7 %) a nezdá se, že je s růstem spotřebitelských cen konec. Nejenže stále rychle rostou ceny **průmyslových producentů** (v lednu ve Francii +20,1 % a v Německu +18 % r/r, což je nejvíce v historii měření od roku 1949), ale agrese Ruska na Ukrajině zvyšuje dále ceny energetických surovin i dalších komodit, což se určitě v dalších měsících projeví v nárůstu spotřebitelských cen.

ECB na svém zasedání počátkem února provedla další krok jestřábím směrem. Její šéfka **Lagardeová** prohlásila, že v Radě guvernérů panuje jednomyslné znepokojení z výrazného růstu cen, že inflační rizika jsou nakloněna **směrem nahoru** a odmítla vyloučit (což do té doby činila s vehementností), **že letos dojde k utažení sazeb**. Během února se s jestřábími komentáři přihlásili třeba Isabel Schnabelová (německá členka Výkonného výboru ECB), která varovala před vysokými cenami nemovitostí a řekla, že je ECB nemůže ignorovat, nebo hlavní ekonom ECB Philip Lane, který vyloučil, že inflace v nejbližších 2 letech klesne pod 2 %. To vše však bylo před útokem Ruska na Ukrajinu. Ten sice je jasně proinflační, ale zároveň poskytuje důvod Frankfurtu, jemuž se do utažení měnové politiky moc nechce, důvod, proč tak ještě nečinit.

Spotřebitelská inflace v Eurozóně dále zrychluje, celková inflace se blíží hranici šesti procent



Zdroj: Eurostat, dostupné [ZDE](#).

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Makroekonomická data jsou stále proinflační, rychle rostou mzdy. Ani navzdory ruské agresi na Ukrajině nebude odložen začátek utahování ze strany FEDu.

Americká ekonomika se ve 4. čtvrtletí minulého roku tempem růstu vrátila k hodnotám z první poloviny roku 2021. Aanalizované mezičtvrtletní tempo růstu totiž dle druhého odhadu dosáhlo rovných 7 %, což bylo na úrovni prvního a druhého čtvrtletí minulého roku (s anualizovanými tempy růstu 6,3 %, resp. 6,7 %). Nejvýrazněji se na akceleraci růstu oproti slabému třetímu čtvrtletí (+2,3 % q/q SAAR) podepsaly zásoby (s příspěvkem 4,9 p. b.), domácí poptávka (+2,1 p. b. vs. +1,4 p. b. ve 3Q21) a jen mírně negativní příspěvek (−0,1 p. b.) od čistého exportu (po 5 předchozích čtvrtletích, kdy čistý export růstu výrazně ubíral).

Měsíční data zveřejněná během února 2022 byla opět vcelku proinflační.

Maloobchodní tržby bez aut a bez paliv **v lednu růstem o 3,3 % m/m** vymazaly rychlý prosincový pokles (o 2,8 % m/m), což byl nejrychlejší pokles od února 2021 (−3,2 % m/m). Meziroční tempo růstu dosáhlo 11,4 %. Samozřejmě je to důsledek extrémně volné měnové a fiskální politiky, ale i stále se zlepšujícího trhu práce. **V lednu totiž míra nezaměstnanosti dosáhla hodnoty (4 %)**, na které nebyla ani v březnu 2020 (4,4 %) a blíží se míře nezaměstnanosti z konce roku 2019 (3,5 %) a stavu plné zaměstnanosti. 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 lednu 2021 na 7,1 %** (prosinec 2019: 6,7 %). Na „**tokových**“ **datech pozorujeme již stabilizovanou situaci**. U prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti klesl v únoru 2022 týdenní průměr na 235 tis., což je skoro stejné číslo jako průměrná hodnota tohoto ukazatele během 4Q21 (245 tis.). U pokračujících žádostí jsme v polovině února 2022 zaznamenali pokles pod 1,5 milionu. **Růst nominální mzdy** je nadále vysoký – v posledních 6 měsících do ledna 2022 se nominální hodinová mzda v USA zvýšila o 3,1 %, tj. anualizovaným tempem přesahujícím 6 %.

Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby po silném listopadu (+3,2 % m/m) **rostly** po revizích i v prosinci (+1,2 % a dle prvních dat i **v lednu 2022** (+1,6 % m/m); meziročně tak byly v lednu o 14,1 % vyšší. Po vyloučení volatilní kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, je obrázek podobný: nezáporný růst ve všech měsících minulého roku s výjimkou února (−0,3 % m/m), **v prosinci i v lednu růst o 0,4 %, resp. o 0,9 % m/m**. Oproti lednu 2021 byly koncem ledna 2022 takto definované jádrové objednávky vyšší o 10,5 %. **Průmyslová produkce** po kladných růstech v říjnu i v listopadu (1,4 % m/m a 0,9 % m/m) a mírném poklesu v prosinci (o 0,1 % m/m) **silným růstem zkraje letošního roku (v lednu +1,4 % m/m)** dostala **meziroční tempo růstu na 4,1 %**.

Jádrová (PCE) inflace zůstává vysoko a její dynamika nezpomaluje. V říjnu, listopadu, prosinci 2021 i v lednu 2022 **přidala** vždy 0,5 % m/m, za poslední půlrok přidala 2,6 % a meziročně je jádrová cenová hladina vyšší o 5,2 %. Celková inflace vzrostla z listopadových 5,6 % a prosincových 5,8 % na lednových 6,1 %. A vzhledem k **vývoji cen producentů** nejspíš není se zvyšováním spotřebitelských cen konec.

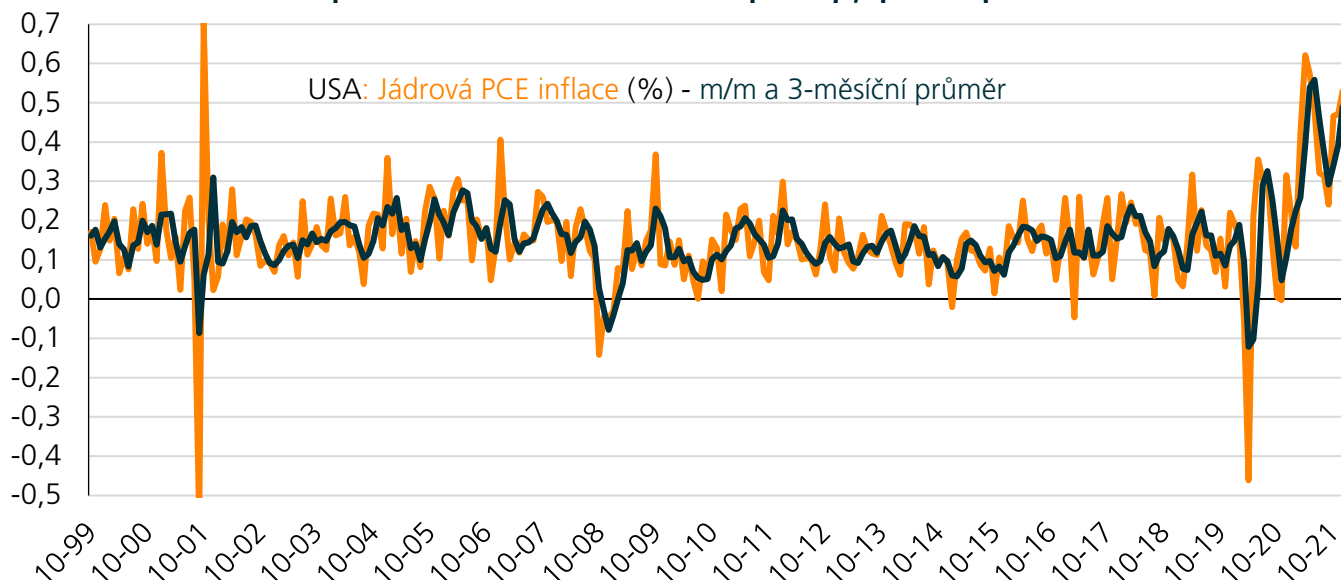
Americká centrální banka v únoru nezasedala, nejbližší zasedání je 15.–16. března. **Na svém lednovém zasedání se, podobně jako tomu bylo v prosinci 2021, znovu posunula jestřábím směrem, ale nadále dle modelů zůstává výrazně za inflací**. Na lednovém zasedání ještě **k žádnému utahování měnové politiky** nedošlo, ale (velmi) jestřábí postoj šéfa FEDu Powella trhy celkem vystrašil – dle něj je totiž situace výrazně odlišná od té v roce 2015, kdy naposledy začala americká centrální banka zvyšovat sazby, což dle Powella „*bude pravděpodobně mít dopad na tempo utahování*“ měnové politiky. Powell také mimo jiného řekl, že „*je velký prostor pro růst sazeb aniž by to ohrozilo trh práce*“, nevyloučil, že dojde ke zvýšení sazeb na každém dalším letošním zasedání, ani že by se sazba mohla zvýšit i o víc než o standardního čtvrt procentního bodu na jednom zasedání. A s pravděpodobností blížící se jistotě naznačil, že se s utahováním začne v březnu.

V zápisu z tohoto zasedání, zveřejněném během února, bylo potvrzeno, že první utahování v březnu je hotovou věcí a jestřábí příchůť mu dodalo konstatování, že „většina“ členů FOMC se domnívala, že tempo utahování měnové politiky bude muset být rychlejší než v posledním cyklu, který začal v prosinci 2015. To vše však bylo před vpádem Ruska na Ukrajinu. Ruská agrese na Ukrajině s největší pravděpodobností povede k pomalejšímu růstu sazeb, než by jinak přišel. Že by se ale začátek utahování úplně odložil, je nepravděpodobné – šéf FEDu Powell [prohlásil počátkem března](#), že je namísto v březnu zvýšit sazby o čtvrt procentního bodu a že, pokud neklesne inflace, je FED připraven být agresivnější a na dalším zasedání nebo na dalších zasedáních zvýšit sazby i o více než čtvrt procentního bodu.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Spotřebitelská inflace v Americe nepolevuje, spíše naopak.

Zdroj: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/PCEPILFE#>

CEE3

ČR

Inflační rizika vlivem ruské agrese zesílila, ekonomika zkraje letošního roku zpomaluje.

Dle zpřesněného (druhého) odhadu vzrostla ekonomika České republiky ve 4. čtvrtletí o překvapivých 0,9 % q/q, tedy o 3,6 % r/r. **Za celý minulý rok ekonomika vzrostla o 3,3 %**, což je vzhledem k tomu, že v jeho prvních měsících byla z podstatné části uzavřená, překvapivě výborný výsledek. Nejdůležitějším pozitivním přispěvatelem k růstu stala tvorba kapitálu (fixního i zásob), která k růstu se přispěla bezmála v rozsahu 4 p. b., následována spotřebou domácností (+1,1 p. b.) a spotřebou vládních institucí. Jediným negativním faktorem tak byl (vzhledem k síle domácí poptávky a problémům v automobilkách) celkem nepřekvapivě čistý export (-2 p. b.).

Měsíční data zveřejněná během února 2022 byla slabá.

Průmyslová produkce po dvou silných růstových měsících (v říjnu i v listopadu vzrostla o 1 %, resp. o 4,9 % m/m) celkem nepřekvapivě v prosinci poklesla, a to o 2,9 % m/m. Za prosincovým poklesem stály hlavně automobily (-15,8 % m/m), kde je důvodem nedostatek komponent (a ten se ještě dále pod vlivem ukrajinské krize zvýší). Meziroční tempo růstu dosáhlo v prosinci -2,1 %. **Za celý rok 2021 se tak průmyslová produkce zvýšila o 6,4 %**, což ale vzhledem k tomu, že v roce 2020 o 7 % poklesla, znamená, že se ještě ani nevyrovnal pokles z pandemického roku 2020.

Vývoj průmyslu tak v minulém roce i v jeho čtvrtém čtvrtletí odpovídal vývoji indexu nákupních manažerů (PMI). Průměrná hodnota PMI v roce 2021 byla 58,9 bodu, ve 4. čtvrtletí pak 57,1 bodu. **V únoru se však situace již lehce zhoršila, když index poklesl na 56,5 bodu, tj. na čtyřměsíční minimum.** To bylo důsledkem o něco pomalejšího (ale podle historických standardů stále velmi silného) růstu nových objednávek i stávající produkce. V únorovém průzkumu pak bylo pozitivní, že prodlevy v získávání komponent se (kontinuálně od listopadu) dále zkracovaly, zlepšilo se (na nejvyšší hodnotu od dubna 2018) zlepšilo očekávání budoucího vývoje a zpomalilo tempo růstu vstupních i výstupních cen. S tím však bude vzhledem k ruské agresi na Ukrajině asi v březnovém průzkumu konec. Podobným pohledem do zpětného zrcátka je i **únorový průzkum důvěry ČSÚ** – dle konjunkturálního průzkumu ČSÚ totiž **důvěra v únoru dále vzrostla, a to na nejvyšší hodnotu od července 2021.**

Poté, co celkové maloobchodní tržby ve čtyřech měsících mezi červnem a zářím (dohromady o více než 2 %) klesly, se počátkem 4. čtvrtletí zdálo, že se vrátí k růstu, který bychom od nich vzhledem k makroekonomickým fundamentům čekali – růst o 1,3 % m/m v říjnu a stagnace v listopadu tomu nasvědčovaly. **V prosinci však zřejmě na domácnosti dolehl silný růst cen** a stalo se něco, co jsme naposledy viděli v roce 2016 – v prosinci 2021 **tržby meziměsíčně poklesly** a to navíc tempem (-1,6 % m/m), které bylo největším prosincovým poklesem od roku 2010. Důvodem byl pokles napříč segmenty: klesly tržby za auta (-3 % m/m), za paliva (-2,4 % m/m) i jádrové tržby bez paliv a aut (-1,2 % m/m). **V celém roce 2021 přidaly tržby bez aut 4,5 %, v motoristickém segmentu pak 8,3 %.**

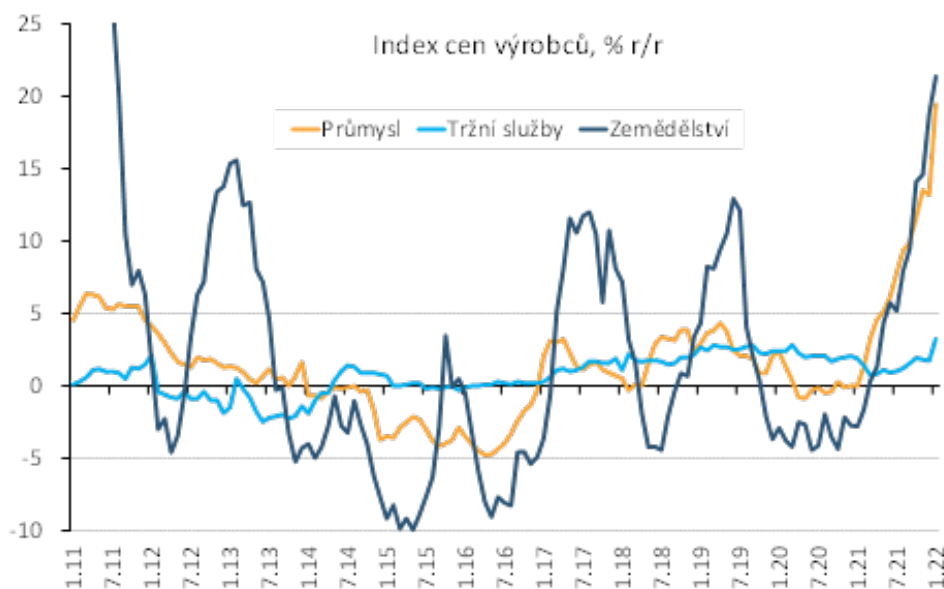
EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Česká spotřebitelská inflace zkraje roku dramaticky zrychlila. Její meziměsíční tempo růstu dosáhlo **v lednu 2022** historicky bezprecedentních **4,4 %**, meziročně se tak dostala na 9,9 %. Jádrová inflace poskočila o 1,7 % m/m, což znamená, že v posledním půlroce vzrostla jádrová cenová hladina o 6,3 % a anualizovaně tedy tempem přes 12 %. Tak rychlý růst cen je s výjimkou 90. let v moderní české historii unikátní. Meziročně se pak jádrová inflace dostala z prosincových 8,6 % na lednových 9,7 %. Vzhledem k pokračujícímu růstu cen producentů se nedá čekat, že jsme již na vrcholu – **ceny průmyslových výrobců vzrostly v lednu o více než 19 % r/r a ceny zemědělských producentů o více než 21 %**. **V obou případech se tak dostaly nad očekávání ČNB pro 1. čtvrtletí 2022** (14,5 %, resp. 16,2 %) a vzhledem k cenovému vývoji komodit v souvislosti s ruským útokem na Ukrajinu čekáme, že se tyto dramatické meziroční nárůsty ještě prohloubí.

Na svém únorovém zasedání **ČNB dále zvýšila sazby** (o 75 b. b. na 4,5 %) a zveřejnila novou prognózu. Ta ale během doslova pár týdnů ztratila význam – jak vyšší růst cen producentů, tak vyšší lednová spotřebitelská inflace a hlavně ruský vpád na Ukrajinu **učinily z prohlášení, že „(současný) výrazný nárůst tržních úrokových sazeb [bude následován] jejich postupným poklesem od druhé poloviny letošního roku“**, velmi **nepravděpodobný popis** budoucího vývoje.

Rychlý růst cen producentů a válka na Ukrajině naznačuje, že spotřebitelská inflace bude dále zrychlovat.



Zdroj: [WWW.CZSO.CZ](http://www.czso.cz)

POLSKO

Ekonomika dále silně roste, inflace však také. Centrální banka dále utahuje měnovou politiku a snaží se způsobilý kurzový kanál měnové politiky.

Polská ekonomika rostla dle druhého odhadu v minulém roce o 5,7 %. V posledním čtvrtletí minulého roku pak ekonomický růst dosáhl 1,7 % mezičtvrtletně a 7,3 % meziročně. Struktura meziročního růstu v posledním čtvrtletí byla stejná jako v předcházejících dvou – dominantním faktorem byla poptávka domácností a zásoby, negativním příspěvatelem k růstu pak čistý export.

Průmyslová produkce zaznamenala po třech silných měsících (v září, v říjnu i v listopadu rostla o 0,7 % m/m, 1,8 % m/m a 5,4 % m/m) v prosinci minulého roku i **v lednu roku letošního pokles** – v prosinci po revizích o necelé procento meziměsíčně, v lednu **dokonce o 3 %**. **Meziroční tempo růstu** průmyslové produkce však zůstalo **vysoce dvouciferné (v lednu po očištění 17 %)**. Těchto s **Českou republikou nesrovnatelných výsledků (růst produkce v ČR byl v prosinci záporný, -3 % meziročně)** dosáhla i navzdory tomu, že **index nákupních manažerů** nedosahuje

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

vyšších hodnot než v ČR – v prosinci 2021 dosáhl index 56,1 bodu, v lednu 2022 54,5 bodu. Ani v únoru se situace nijak výrazně nezlepšila – index PMI se posunul jen o 0,2 bodu nahoru na 54,7 bodu. Březen bude kvůli ruské agresi vůči Ukrajině určitě horší.

Růst reálných maloobchodních tržeb v meziročním vyjádření dosáhl +10,6 %, což po listopadovém (+12,1 % r/r) a prosincovém růstu (8 % r/r) ukazuje, že poptávka domácností byla silná i koncem minulého roku. Není divu – **míra nezaměstnanosti** klesla v lednu po šesté v řadě, dostala se tak na 5,3 %, tj. už jen o 0,1 procentního bodu nad hodnotu z února 2020. Nepřekvapí pak ani to, že dále rostou mzdy – **růst nominálních mezd** dosáhl koncem čtvrtého čtvrtletí 11,2 % r/r. V dalších měsících je kvůli válce na Ukrajině možno čekat zhoršení spotřebitelské důvěry a silnější inflace také ztlumí spotřebitelský apetit, ale poptávka domácností by i nadále měla v letošním polském ekonomickém růstu hrát první housle.

Inflace stále nepolevuje. Z rovných 5 % r/r v červenci 2021 se růstem v dalších měsících v prosinci 2021 dostala v meziročním srovnání až na 8,6 %. Nebyl to přitom jen důsledek zvyšování cen energií, inflační tlaky jsou dobře viditelné (a vzhledem k růstu mezd, vývoji na trhu práce a fiskální politice i vcelku pochopitelné) i v poptávkové oblasti. Ukazuje to ostatně **jádrová inflace**, která v listopadu i v prosinci přidala shodně 0,4 % m/m (říjen: +0,7 % m/m) a dosáhla **meziročně 5,3 %**, nejvíce od srpna 2001.

V lednu 2022 inflace dále rostla, celková inflace překročila 9 %, když meziměsíčním růstem o bezmála dvě procenta skončila na úrovni 9,2 %. Jako i jinde platí, že ruská agrese a její vliv na ceny komodit budou v příštích měsících působit proinflačně. Ceny průmyslových producentů, které v lednu poskočily meziročně o bezmála 15 %, se tak v dalších měsících dostanou tempem svého růstu přes 20 %.

Centrální banka letos pokračuje v utahování politiky. Růstem sazeb **o 50 b. b. v lednu i v únoru** dostala svou klíčovou sazbu na 2,75 %. Vzhledem k inflačnímu vývoji dominoval únorové tiskovce guvernéra Glapinského kurz polského zlotého. NBP ústy svého guvernéra řekla, že jej bude podporovat všemi dostupnými prostředky (a to bylo ještě 8. února, tj. dva týdny před vpádem Ruska na Ukrajinu) a pokud nezačne úrokový kanál fungovat, budou muset sazby zvýšit nad 4 %. Zopakoval také svá slova z ledna, že vláda musí prodloužit tzv. antiinflační štít spočívající ve snížení nebo zrušení DPH a spotřebních daní až do konce roku. Koncem února centrální banka skutečně na podporu zlotého intervenovala.

MAĎARSKO

Maďarská centrální banka dále utahuje měnovou politiku, sazby jsou již nejvyšší v regionu. Není divu, inflace dále zrychluje a ekonomický růst nezpomaluje.

Maďarská ekonomika vzrostla ve 4. čtvrtletí o 2 % q/q, což v meziročním vyjádření znamenalo růst o 7,1 %. Navlas stejným tempem pak vzrostla ekonomika i za celý rok 2021. Na růstu ve 4. čtvrtletí se nejvíce podílely poptávka domácností (+2,5 p. b.), čistý export (+1,7 p. b.) a hrubá tvorba fixního kapitálu (+1,6 p. b.).

Z měsíčních dat se zdá, že ekonomika silně roste i v 1. čtvrtletí 2022.

Maloobchodní tržby po sérii růstových měsíců v listopadu (potřetí v roce 2021) poklesly, ovšem jen o marginální 0,1 % m/m. V prosinci pak navzdory silně rostoucím cenám přidaly 1 % m/m, což tempo jejich **meziročního růstu posunulo na 5 %**. Že se tržbám vede (a bude vést) dobře, je dáno trhem práce **a stále velmi volnou fiskální politikou** (pokračují kupř. vratky daně z příjmů fyzických osob rodinám s dětmi a v roce 2022 se budou vyplácet nejméně dva týdny, dost možná i 4 týdny dodatečných důchodů). Prim však hraje trh práce. **Míra nezaměstnanosti** je totiž stále velmi nízká – její průměrná hodnota za listopad 2021 až leden 2022 (3,8 %) je mnohem níž než v letech 2013–2016 a už jen o 0,6 p. b. nad historickým minimem ze 4. čtvrtletí 2019. Meziroční tempo **růstu mezd** zůstává podobně jako v Polsku vysoké: **v prosinci 2021 dosáhlo 10,1 % r/r** a podobné tempo růstu se čeká také v 1. čtvrtletí letošního roku.

Maďarská průmyslová produkce v posledním čtvrtletí minulého roku silně vzrostla. Zatímco růst v říjnu byl vcelku mírný (+0,6 % m/m), v listopadu to již byla bez desetiny procentního bodu rovná 3 % m/m. **Prosincová de facto stagnace (-0,1 % m/m)**, která meziročně znamenala růst o 3,6 %, byla způsobená jen poklesem v sektoru dopravní techniky; na úspěšném 4. čtvrtletí již nic nezměnila. **Za celý minulý rok tak průmyslová produkce vzrostla o 9,6 %.**

Vývoj **indexu PMI** v Maďarsku příliš nekorresponduje s vývojem skutečné produkce: v listopadu se kupř. pouze udržel nad hranicí 50 (52,2 bodu), v prosinci pak výrazně, skoro neuvěřitelně narostl (na 65,5 bodu), v lednu však stejně neuvěřitelně poklesl (na revidovaných 50,9 bodu). Prosincovo-lednový výkyv tak ve světle dat o produkci lze ignorovat,

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

což ostatně potvrdil i **návrat indexu na historicky rozumnější úroveň v únoru (53,7 bodu)**.

Celková inflace se meziměsíčním růstem o **1,4 % m/m** dostala v **lednu 2022** na **7,9 % r/r**, což je hodnota neviděná od srpna 2007 (8,3 %). Podobně jako jinde vzrostly ceny potravin (+3 % m/m, +10,1 % r/r) i paliv (+1,1 % m/m, +22,5 % r/r), služeb (+0,7 %, +5,2 % r/r) i zboží dlouhodobé spotřeby (+1 % m/m, +7,9 % r/r). Pro maďarskou centrální banku je ale nejhorší zprávou, že dále akceleruje **jádrová inflace** – její meziroční tempo se dostalo z prosincových 5,8 % na **lednových 6,4 %**. Vzhledem k přetrvávající slabosti forintu, kterou navíc zhoršil vpád Ruska na Ukrajinu, vysokému meziročnímu tempu růstu cen průmyslových producentů (v lednu o 22 % r/r, tj. nejvíce v rámci CEE4 a také nejvíce za 25 let) a trhu práce se nedá čekat, že se to hned tak změní.

Centrální banka (MNB) pokračovala po krátké lednové pauze v únoru v **utahování měnové politiky**, a to formou **zvyšování krátkodobé** (v říjnu vytvořené) **týdenní facility na stahování přebytečné forintové likvidity**. Každý týden v listopadu a v prosinci sazbu na této facilitě zvyšovala – zatímco ještě 18. listopadu činila týdenní depozitní sazba 1,8 %, po zasedání 30. prosince už byla 4 %. Koncem ledna 2022 se tato sazba dostala až na 4,3 % a **počátkem března na 5,35 %**. Měnová politika v Maďarsku je tak nyní již utaženější než v ČR.

ROPA

Po měsících pozvolného růstu se cena ropy vlivem útoku Ruska na Ukrajinu dostala na hodnoty neviděné více než 10 let. Barel ropy se počátkem března obchodoval za 113 dolarů za barel.

AKCIOVÉ TRHY

Zásadní událostí byla koncem měsíce invaze ruských vojsk na Ukrajinu. Tato bezprecedentní, agresivní a neracionální akce ze strany jaderné velmoci znamenala veliké překvapení pro celý svět. Tomu odpovídaly reakce akciových trhů, nejméně padaly regiony vzdálené tomuto konfliktu. Americký index S&P500 v únoru ztratil 3,1 %, západoevropský index DJ STOXX 600 klesl již o 3,4 % a střeoevropský index o výrazných 15,5 %, přičemž k propadům docházelo i začátkem března. Dařilo se akciím společností, které těží komodity a vyrábějí zbraně. Vzhledem k závažnosti situace tak investoři moc nereagovali na příchozí makroekonomické údaje nebo zveřejněné hospodářské výsledky společností za rok 2021.

Střeoevropský region, vzhledem k blízkosti konfliktu na Ukrajině, zaznamenal výrazné ztráty a oslabení lokálních měn. Nejvíce ztrácely trhy nejbližší ukrajinským

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

AKCIOVÉ TRHY

hranicím, tedy Maďarsko (index BUX -18,2 %) a Polsko (index WIG30 -9,1 %). Obecně ztrácely především bankovní tituly, zvláště pak ty s provozní expozicí v Rusku a na Ukrajině. Také agrární ukrajinské společnosti obchodované v Polsku (jako Kernel nebo Astarta), výrazně padaly. Dařilo se těžařům uhlí (JSW a Bogdanka), mědi (KGHM +18,6 %) a utilitám. Na Burze cenných papírů v Praze se nejlépe vedlo akciím České Zbrojovky (+8 %), ČEZu (+6,4 %) a Avastu (+3,9 %).

Akciím na rozvíjejících se trzích se v únoru rovněž nedařilo, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD ztratil lehce přes 3 %. Investoři reflektovali především narůstající geopolitická rizika způsobená ruskou vojenskou invazí na Ukrajinu, růst cen komodit a celkový očekávaný dopad na již tak křehkou ekonomickou situaci. Velké asijské akciové trhy převážně ztrácely. Lehce v plusu sice skončily čínské domácí akcie (A-Shares), které jsou více orientované na domácí ekonomiku, avšak akcie v Hong-Kongu či Indii již postihly výprodeje. Nejvíce se dařilo zemím profitujícím z růstu cen komodit, jako jsou například Latinská Amerika, Jižní Afrika či země exportující ropu (Blízký východ). Ruské akcie po uvalení drtivých sankcí drasticky poklesly a 25. 2. se s akciemi v Moskvě přestalo obchodovat. V praxi to pak de facto znamená odstřižení tamního kapitálového trhu od zbytku světa.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Koncem února 2022 nebyla americká výnosová křivka významně odlišná od stavu na konci ledna – na krátkém konci se dvouleté výnosy zvýšily o cca 16 b. b. na 1,34 %, na dlouhém konci pak desetileté o 5 b. b. poklesly na 1,72 %. Během měsíce sice byly jak krátké, tak dlouhé výnosy i výš (v polovině měsíce se dvouleté výnosy držely na dohled 1,6 %, desetileté nad 2 %), po invazi Ruska na Ukrajinu však klesly.

Na německých vládních dluhopisech jsme viděli paralelní posun směrem dolů za současného snížení sklonu křivky. Výnosy na krátkém konci poklesly o 20 b. b. na -0,75 %, na dlouhém konci pak o 8 b. b. na -0,07 %. Celá křivka až do deseti let tak byla opět záporná. Pokles na krátkém konci v Německu vs. růst v USA byl dán tím, že představitelé FEDu se nechali slyšet, že válka na Ukrajině jejich plány na utažení politiky neohroží.

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Na trhu korporátních dluhopisů v Eurozóně i v USA byl po většinu února vývoj pokojný. Až s vpádem ruských vojsk na Ukrajinu došlo k výraznějším změnám – dluhopisové výnosy korporátních bondů, jedno zda investičního nebo spekulativního stupně, vzrostly a vzrostly také kreditní prémie měřené CDS indexy.

Tzv. total return index (TRI) poklesl o 0,3 % (resp. o 2,7 %) v případě korporátních dluhopisů investičního (resp. spekulativního) stupně denominovaných v EUR, a o 2,2 % (resp. 0,7 %) v případě jejich dolarových protějšků. Kreditní prémie u investičních dluhopisů denominovaných v EUR po lednovém růstu o 24 % narostly v únoru o dalších 21 % (a dostaly se tak nejvýše od června 2020), u spekulativních pak o 33 % narostly v lednu a o 37 % v únoru (a jsou tak nejvýše od podzimu 2020).

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka v únoru zvýšila svou inverzi. Růst sazeb ČNB začátkem února a vyhlídka na jejich další růst zvedla krátký (dvouletý) konec z 3,65 % koncem prosince a ze 4 % koncem ledna na 4,25 % koncem února. Na střední části křivky však klesly (pětileté) vládní výnosy o 25 b. b. na 3,3 % a na dlouhém konci desetileté výnosy o 21 b. b. na 3,1 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Podobným vývojem si prošla také polská křivka. Během února 2022 vzrostly dvouleté i pětileté výnosy, a to o 27 b. b., resp. 10 b. b. na 3,9 %, resp. 4,2 %. Důvodem byl samozřejmě růst sazeb a růst inflace. Na dlouhém konci však došlo k mírnému poklesu výnosů, a to (na desetileté splatnosti) z 4,1 % koncem ledna na lehce pod 4 % koncem února.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Valná většina února byla, ve světle událostí v jeho závěru, v podstatě nudná. Evropská i americká ekonomika pokračovaly v růstu, nezaměstnanost v poklesu a silná domácí poptávka s rostoucími cenami komodit dále tlačily na inflaci. Nejpodstatnější událostí uplynulého měsíce, a z historického pohledu pravděpodobně i jedna z nejzásadnějších geopolitických událostí posledního století, byl ale bezesporu vpád ruské armády na území Ukrajiny a rozpoutání otevřeného válečného konfliktu. To, co do té doby vypadalo pouze jako ruské stupňování tlaku na západ a posilování vyjednávací pozice, se změnilo v iracionální konflikt, který nemá v Evropě 21. století místo.

Konkrétní odpověď na to, co se v uvažování Ruska změnilo, nám dají až učebnice dějepisu, již nyní je ale jasné, že aktuální dění znamená tragické ztráty, utrpení nevinných obyvatel a ekonomické škody, které se budou napravovat dlouhá léta.

Faktorů, které spustily domino vedoucí ke konečnému rozhodnutí, bude bezpočet, je ovšem pravděpodobné, že roli hrálo odtržení nejužších kremelských struktur od reálného dění (ať už vlivem historicky dané totalitní mentality, či v důsledku pandemie), snaha o uznání Ruska jako politické a (ačkoliv tomu její výkonnost neodpovídá) i ekonomické velmoci, která spolu s USA, Evropou a Čínou udává směr dnešnímu světu. Politické reprezentaci Ruska se taktéž velmi nehodí bohatnoucí Ukrajina stále více integrovaná na západ, s rostoucí životní úrovní obyvatelstva, kontrastující s dlouhodobě stagnujícím HDP na obyvatele v Rusku a všeobecně rozšířeným omezováním osobních svobod tamtéž.

Síla dopadu na budoucí vývoj bude (mimo jiné) funkcí délky trvání konfliktu a udržení jednotného postoje západu. Tržní ocenění ukrajinských dluhopisů (v USD) kleslo na úroveň 25–40 % nominálu, nicméně s lokálními dluhopisy (v UAH) od vypuknutí války nelze obchodovat vůbec. Vzhledem k podpoře západu a nadnárodních měnových institucí lze reálně očekávat (pokud Ukrajina přetrvá jako suverénní stát) normalizaci ocenění. Obnova ekonomiky a návrat k normálu bude ale probíhat v delším období. Zásadní v současné době je probíhající bezprecedentní materiální a finanční podpora a samozřejmě zachování samostatné Ukrajiny.

MĚNY

Dolar proti euru během února posiloval. Nejdřív to bylo v důsledku rychle rostoucích očekávání na růst sazeb FEDu, po invazi Ruska na Ukrajinu pak díky úprku do bezpečí amerického dolaru. Dolar se tak proti euru dostal až na dohled 1,10 USD/EUR.

U středoevropských měn byl vývoj v únoru ovlivněn vpádem ruských vojsk na Ukrajinu. **Česká koruna** oslabila až nad 25,70 CZK/EUR, **polský zlotý** na dohled 4,85 PLN/EUR a **maďarský forint** zapsal nová historická minima nad 380 HUF/EUR. U všech měn tento vývoj samozřejmě zhoršuje inflační situaci – již beztak vysoká inflace je zhoršená dalším růstem cen komodit a dále ještě výrazným oslabením domácích měn, které tak nemůžou tlumit dovozní ceny. Polská i maďarská centrální banka na podporu svých měn již intervenují, tuto možnost připustila i ČNB.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na straně faktorů ukazujících na růst českých dluhopisových výnosů máme stále nejméně čtveřici důvodů.

Zprv je zde vysoká emisní aktivita vlády. Deficit v minulém roce dosáhl 420 mld. korun, což z něj činí deficit historicky nejvyšší. I když pro letošní rok MF ČR snížilo původně navržený deficit 376,6 mld. o 80 mld., o zásobu dluhopisů se dluhopisový trh obávat nemusí. Navíc, vpád Ruska na Ukrajinu bude mít krátkodobě i střednědobě rozpočtově negativní dopady – nejenom, že narostou dále ceny energií, které bude část populace potřeba kompenzovat, ale je evidentní, že bude potřeba dávat mnohem více na obranu.

Zadruhé, Česká republika vykazuje stále vysokou míru inflace i v její poptávkové složce, která je už nyní skoro 10 % a určitě dále vzroste. Nadto, vysoká tempa růstu energetických surovin zvýší dále inflaci a v situaci neexistující nezaměstnanosti budou ještě více tlačit na rozjezd mzdově-inflační spirály. Desinflační efekt ekonomického zpomalení zdaleka nebude kompenzovat růst inflace vinou shora zmíněných faktorů.

Zatřetí, po odhadovaném dosažení 5 % v březnu 2022 zůstanou sazby ČNB takto vysoké nejméně celý rok 2022, dost možná i v roce 2023, neboť inflační tlaky nepolevují a situace na Ukrajině je jenom zhorší. Navíc, po 24. únoru je pravděpodobnější, že sazby budou muset vzhledem k dodatečnému inflačnímu impulsu ještě dále nahoru.

Začtvrté, poptávkové tlaky jsou vysoké i v USA a eurozóně a FED se chystá k růstu sazeb – to není pro regionální měny pozitivní a ze slabosti měn plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich sazby. Stejný efekt působí i oslabení měn v přímém důsledku války na Ukrajině.

Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb tak je už 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 domníváme, že české výnosy budou v nejlepším stagnovat, ale spíše dále růst.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

I polské dluhopisy mají zcela jistě nakročeno k dalšímu růstu. Inflace je vysoko a s invazí na Ukrajině se dále zvýší. Válka na Ukrajině je pak pro středoevropská aktiva samozřejmě negativní, jak je vidět na vývoji měn. Centrální banka již dnes indikuje sazby na 3,5–4 % a upozorňuje, že můžou ještě růst, neumoudří-li se zlotý a inflace. A to se, zdá se, jen tak nestane.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

S válečným konfliktem má Ukrajina poměrně nedávnou historickou zkušenost. Anexe Krymu a okupace Donbasu Ruskou federací počátkem roku 2014 v reakci na politickou krizi a sesazení ukrajinského proruského prezidenta Janukovyče, kterého smetl tzv. Euromajdan, znamenala, že Ukrajina přišla vlivem ztráty území odhadem o 7 % HDP. Bezprostřední kontrakce ekonomické výkonnosti dosáhla v prvním kvartálu po konfliktu necelých 20 %. Nynější konflikt bude díky svému rozsahu znamenat ještě výrazně větší bezprostřední pokles, který se promítne minimálně do celého letošního roku. I přes to, že jak celá ekonomika i veřejné finance a bankovní sektor jsou ve výrazně lepší kondici než v roce 2014, bude zásadní zahraniční finanční pomoc. V nejbližších týdnech by mělo dojít k uvolnění nového záchranného financování ze strany MMF, vyloučit ovšem nelze ani odložení výplaty kuponů státních dluhopisů či prodloužení jejich splatnosti.

Státní infrastruktura prozatím pracuje a není plánována žádná restrukturalizace ani odsunutí splatných závazků. Během března budou vyplaceny dvě kuponové platby. Ministerstvo financí i centrální banka fungují. Probíhá výběr daní i platby ze státního rozpočtu. Problémem je samozřejmě omezená ekonomická aktivita. Byly nicméně zavedeny dočasné kapitálové kontroly s cílem zamezit vyvážení kapitálu ze země. Ministerstvo plánuje nové primární aukce a má dostatek prostředků pro výplatu dluhopisových kuponů. Zároveň je s centrální bankou dojednán dočasný pohotovostní program na zajištění likvidity.

Současně probíhají rozhovory s MMF a mezinárodními finančními institucemi o uvolnění současných či nových zdrojů (1,4bn USD z SDR). V uplynulých dnech byly okamžitě přislíbeny půjčky v hodnotě přes 1bn USD (Kanada, US, EU a další).

MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** došlo v posledních měsících minulého roku k výraznému posílení dolaru hnanému očekáváním, že americká centrální banka je utažení měnové politiky blíže než ECB, a pak únorovým úprkem do bezpečí

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

po napadení Ukrajiny Ruskem. Vzhledem k válce jsou nyní jakékoliv předpovědi krajně nejisté, ale z pohledu měnových politik, což byl hlavní faktor ovlivňující kurz v posledních letech, bychom v letošním roce čekali nejdřív ještě další posílení dolaru způsobené tím, jak trh prozře a sezná, že FED bude muset utahovat měnovou politiku rychleji. Posléze pak s tím, jak k utažení, ač neochotně, přistoupí i ECB, čekáme návrat dolaru mezi 1,12 a 1,15 USD/EUR. Válka na Ukrajině pak v mezidobí nahrává silnějšímu dolaru.

Koruna dle nás měla letos stagnovat či mírně posilovat, válka na Ukrajině ale situaci změnila. V současnosti je tak jedinou jistotou, že na určité úrovni kvůli inflačním dopadům oslabení koruny zasáhne proti dalšímu oslabování ČNB. Bez uklidnění situace na Ukrajině ale nemůžeme čekat **výraznější a trvalé** posílení koruny. Pokud k **uklidnění situace** dojde, růst sazeb v USA, který bude dle nás muset být rychlejší, než trh čeká, bude zpomalovat vzestup koruny.

Polský zlotý je v podobné situaci jako česká koruna – za války bude silnější úrovně jenom vyhlížet, v oslabování mu zabrání pouze intervence NBP. V případě míru nicméně naopak vidíme pro letošek jako reálné posílení pod 4,50 PLN/EUR.

Maďarský forint je sice nyní měna s nejvyšším úročením, ale blízkost Orbánova režimu Rusku (byť vlivem událostí posledních únorových dnů vztahy notně ochladly) na pozadí ruské agrese na Ukrajině budou pro forint letos negativní. I v případě uklidnění čekáme v nejlepšího návratu mezi 350 a 360 forintů za euro.

AKCIOVÝ TRH

Neobhajtelný vpád ruské armády na Ukrajinu výrazně dopadl a bude mít vliv i na budoucí pohyby akciových trhů. Scénářů dalšího vývoje situace na Ukrajině je mnoho, stejně tak možných dopadů na akciové trhy. Statisticky se akciové trhy po obdobných událostech většinou po půl roce zotavily a velice pravděpodobný scénář určitého zotavení akciových trhů po deeskalaci očekáváme i nyní. Mnoho akcií spadlo bezdůvodně pod své vnitřní hodnoty a tak preferujeme aktivní výběr akcií před pasivním zainvestováním. Válka na Ukrajině totálně přebila jakékoli jiné události jako COVID-19, zvyšování sazeb Centrálními bankami nebo příchozí údaje z ekonomik. Po zbytek roku očekáváme zvýšené inflační tlaky, tažené především růstem cen komodit, a to zemědělských i nerostných.

Domácnosti si v průběhu dvou let vytvořily solidní úspory, ty se však budou v následujících měsících zmenšovat kvůli rostoucím cenám komodit, energií, potravin a ostatního zboží. Dopady do jednotlivých ekonomik a společností budou individuální. Lépe by si tak mohla vést, od Evropy vzdálenější, americká ekonomika. Evropa naopak může těžit ve střednědobém horizontu těžit z nedávného „sjednocení“ svých občanů a politiků, přičemž zároveň bude docházet k novým potřebným investicím v mnoha sektorech.

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