

# VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	-5,90 %	USA	-0,52 %	USD/EUR	2,87 %	Ropa Brent	0,56 %
Evropa – DJ Stoxx 600	-3,44 %	Evropa	-4,58 %	CZK/USD	-3,57 %	Zemní plyn	-35,43 %
Japonsko – Nikkei225	-6,70 %	ČR	-1,40 %	CZK/EUR	-0,72 %	Sil. elektřina	-35,41 %
MSCI Emer. Mark.	-1,64 %	Polsko	0,39 %	PLN/EUR	0,32 %	Zlato	4,59 %
ČR – PX	-1,12 %	Maďarsko	-3,86 %	HUF/EUR	-2,25 %	Stříbro	11,55 %
Polsko – WIG30	3,29 %	Turecko*	3,66 %	TRY/EUR	3,36 %	Měď	1,62 %
Maďarsko – BUX	-4,76 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

**Slabší měsíční data byla více než vyvážena solidní strukturou růstu HDP ve 3. čtvrtletí a zejména lepšími předstihovými indikátory.**

**Finální odhad tempa růstu HDP ve 3. čtvrtletí** se oproti druhému odhadu opět mírně zlepšil (**na +0,3 % q/q**). Dle struktury růstu nově zveřejněné v prosinci se na kladném mezičtvrtletním růstu podílely všechny složky poptávky kromě čistých exportů (jež růstu ubraly 1,1 p. b.). Ten byl důsledkem výrazně negativního příspěvku ze strany dovozu (-4,8 p. b.), který převážil překvapivě silný pozitivní příspěvek vývozu (+3,7 p. b.). Spotřeba domácností přidala k mezičtvrtletnímu růstu skoro 0,5 p. b., fixní investice pak 0,8 p. b. To není vůbec špatné na čtvrtletí, v němž podle mnohých už měla být ekonomika eurozóny v hluboké recesi.

Měkka data zveřejněná během prosince ukázala sice slabý maloobchod i průmysl, ale mírný růst optimismu ohledně budoucnosti, a to jak ve službách, tak v průmyslu.

**Maloobchodní tržby počátkem 4. čtvrtletí poklesly o 1,8 % m/m**, při mírné revizi směrem nahoru (z +0,6 % na +0,8 % m/m) za září. **Meziroční tempo v říjnu však dosáhlo „jen“ -2,7 %**, což je z velké části právě důsledkem meziměsíčního poklesu v říjnu. Ten ale nevypadá být předzvěstí stejně velkých poklesů v dalších měsících: v posledních třech měsících včetně října klesly tržby dohromady o celé procento. Žádný dramatický obrat v maloobchodních tržbách nenaznačuje totiž ani trh práce. Sezonně očištěná míra nezaměstnanosti je meziročně nižší o 0,8 p. b. a počátkem 4. čtvrtletí klesla na historicky nejnižší míru 6,5 %. Nejnižší z velkých zemí je nezaměstnanost samozřejmě v Německu (3 %), nejvyšší ve Španělsku (12,5 %).

Růst mezd stále zůstává relativně utlumený: [index sjednaných mezd](#), který sleduje ECB, přidal v prvním čtvrtletí 3 % r/r, ve druhém však pouze 2,5 % r/r, ve třetím opět necelá 3 %. Scénář přelévání inflace do mezd se tak v datech sice zatím nezrcadlí, náznaky, že si zaměstnanci nechťejí 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 vůbec řeč. 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* 1500 EUR, 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. Největší odborový svaz v Nizozemí, FNV, se toho také nebojí a pro rok 2023 [požaduje růst mezd o 14,3 %](#).

**Průmyslová produkce v říjnu poklesla o 2 % m/m**, když produkce poklesla ve všech velkých ekonomikách (největší pokles zaznamenala Francie: -2,6 %, nejmenší z velkých zemí pak Španělsko: -0,4 %). Meziročně dosáhlo tempo růstu +3,4 %, což je ve světle předstihových indikátorů i energetické krize výborný výsledek.

Že říjen bude slabší, avšak pro zbývající dva poslední měsíce roku nemáme čekat další propad produkce, ukazují předstihové indikátory. **Index nákupních manažerů (PMI)** ve zpracovatelském průmyslu se v listopadu i v prosinci 2022 **oproti říjnu (46,4 bodu) dokonce mírně zlepšil (na 47,1 bodu, resp. na 47,8 bodu)** a zůstal tedy sice nadále pod 50 body, ale jen mírně. Zlepšení indexu indikuje stabilizaci či dokonce mírné zlepšování situace v průmyslu. Podobný obrázek poskytuje

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

i **index IFO**, který sleduje podmínky v největší ekonomice eurozóny. Podobně jako v listopadu i v prosinci se situace v německém průmyslu mírně zlepšila, a to primárně díky zlepšujícím se očekáváním. Subindex **hodnotící očekávání** se totiž opět výrazně zlepšil, když poskočil o více než 3 body na hodnotu 83 bodů. Poprvé od května 2022 se však, byť jenom mírně, zlepšil subindex hodnotící stávající situaci a dostal se z listopadových 93,2 bodu na prosincových 94,4 bodu. Očekávání se tak koncem roku 2022 dostala nad úroveň z prosince 2008 (a samozřejmě nad covidové historické dno z dubna 2020).

**V dominantním sektoru služeb se situace v prosinci v eurozóně** také mírně zlepšila, když index PMI vzrostl ze 48,5 bodu v listopadu na 49,1 bodu v prosinci. Podobným směrem se posunula i spotřebitelská důvěra měřená Evropskou komisí. Ta se zářijovým poklesem na -28,7 bodu dostala na nové historické minimum (o 4 body níže, než bylo předchozí dno z dubna 2020, -24,7 bodu), od té doby se ale malým skokem nahoru v říjnu (+1,2 bodu) a **znatelnějším v listopadu (+3,6 bodu) a v prosinci (+1,7 bodu) dostala na -22,2 bodu**. To je z historického hlediska ale stále pod úrovní zaznamenanými během finanční krize v letech 2008–9 či během dluhové krize.

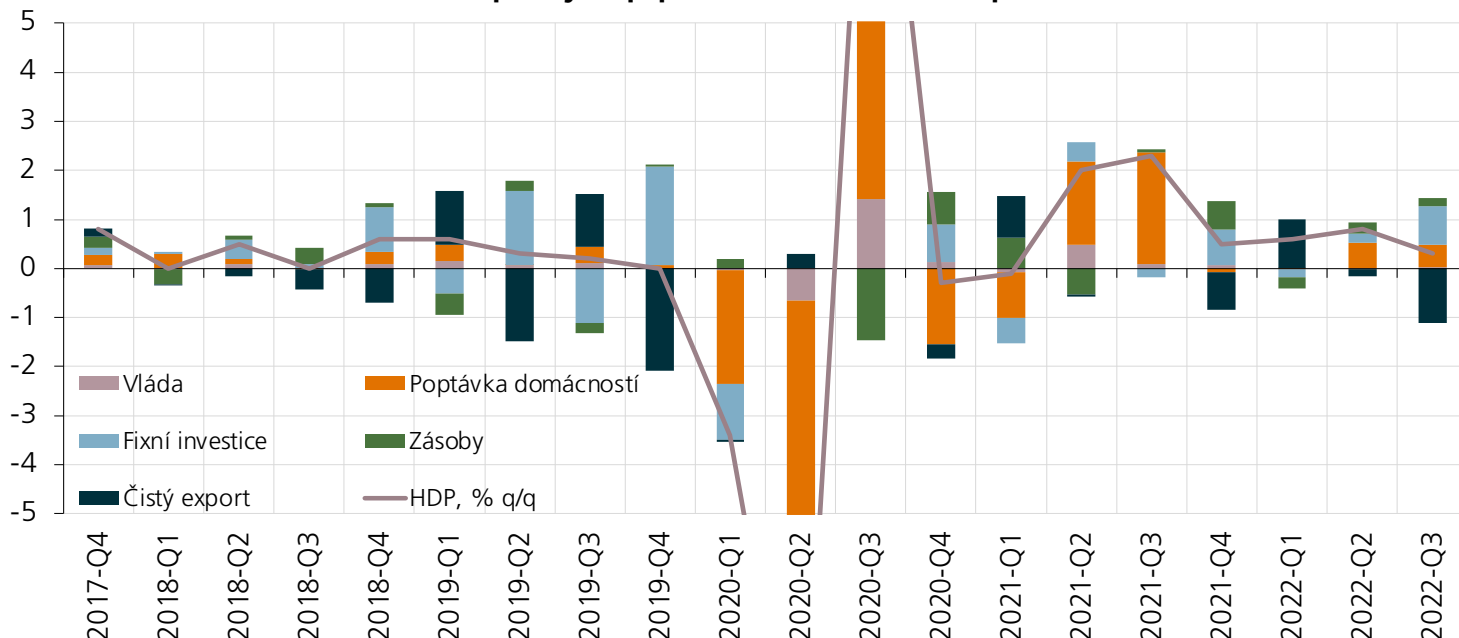
**Inflace v listopadu** dle finálních dat svým meziměsíčním poklesem o 0,1 % **zvolnila** z říjnových 10,6 % na listopadových **10,1 %**. U nejvíce sledované **jádrové inflace** došlo po růstu o 0,6 % m/m v říjnu k meziměsíční stagnaci, což v meziročním vyjádření znamenalo, že zůstala v listopadu neměnná (tj., na **5 %**). Z velkých zemí byla v září nejvyšší inflace v Německu (11,3 % r/r, v listopadu 0 % m/m) a v Itálii (12,6 %, v listopadu +0,7 % m/m), nejnižší pak ve Francii (7,1 %, v listopadu +0,4 % m/m) a Španělsku (6,7 %, v listopadu -0,3 % m/m).

Počátkem 4. čtvrtletí poklesly konečně také ceny **průmyslových producentů**, a to (v harmonizovaném vyjádření) **o 1,9 % m/m**. V Německu totiž došlo k poklesu (harmonizovaných) cen o 3,2 % m/m, v Itálii o 3,5 % m/m, ve Francii a ve Španělsku pak o cca 1 %. Radost z tohoto poklesu ale kazí fakt, že to bylo jen díky cenám energií – kupř. v Německu totiž klesly ceny elektřiny a zemního plynu o více než 10 % m/m. Bez tohoto poklesu došlo k dalšímu (být mírnému) růstu cen producentů, a to o +0,4 % m/m. První dostupná data listopadu potvrzují, že říjen byl spíše výjimkou než tečkou za obdobím rychle rostoucích cen: v Itálii, za kterou jedinou zatím z velkých zemí máme kompletní listopadová data, vzrostly ceny průmyslových producentů předběžně o 2,6 % m/m.

ECB v prosinci zvedla sazby o půl procentního bodu na rovná 2 procenta s tím, že to není konec. Lagardeová na tiskovce po prosincovém rozhodnutí varovala trhy, aby neočekávaly rychlý obrat v sazbách a byly spíše připraveny na další růst sazeb („ECB musí ujít delší cestu“, „ECB neotočí“), a to nejméně o další procento, spíše o více. Koncem prosince tento jestřábí sentiment potvrdil i člen Rady guvernérů Knot, který řekl, že se na každém dalším zasedání pojede nahoru po půl procentu až do července. To implikuje růst sazeb o další 2,5 p. b. na 4,5 %.

## Růst HDP ve 3. čtvrtletí překvapil i svou solidní strukturou

## Příspěvky k q/q růstu HDP v EMU-19, p. b.

Zdroj: ECB (dostupné [ZDE](#))

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## USA

**Slabá měsíční data** na jedné straně, **pomalejší inflace** a tudíž růst spekulací, že sazby FEDu se blíží vrcholu na straně druhé. **Takový byl prosinec v amerických datech. FED zůstal jestřábí, inflaci za mrtvou a pohřbenou zdaleka nemá.**

**Po technické recesi** v první polovině roku se americká ekonomika **ve třetím čtvrtletí** vrátila do černých růstových čísel, když dle finálních dat vzrostla **anualizovaným reálným tempem o 3,2 %**. Ve struktuře dominoval příspěvek čistého exportu, který dosáhl +2,9 p. b., následován domácí poptávkou, která přidala k anualizovanému růstu 1,5 p. b. Podruhé v řadě poklesly fixní investice (-1,8 p. b.).

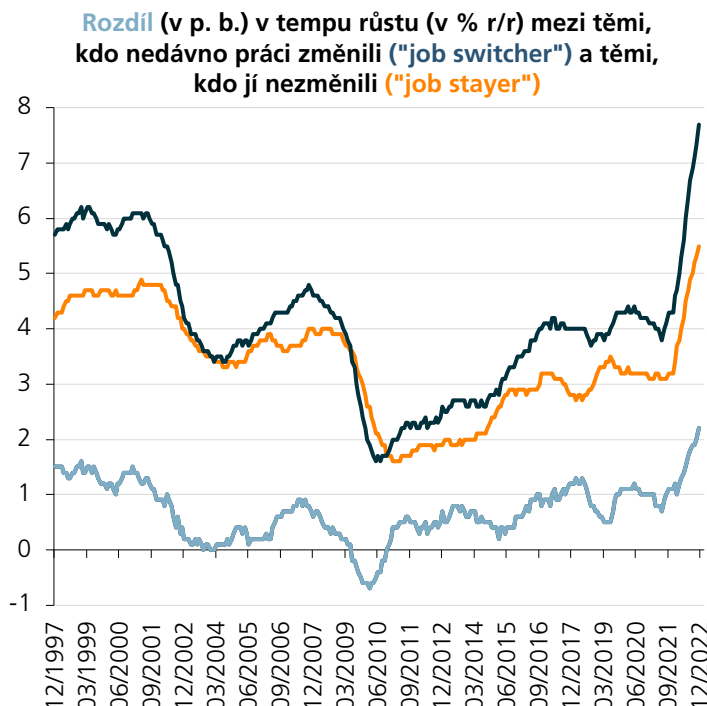
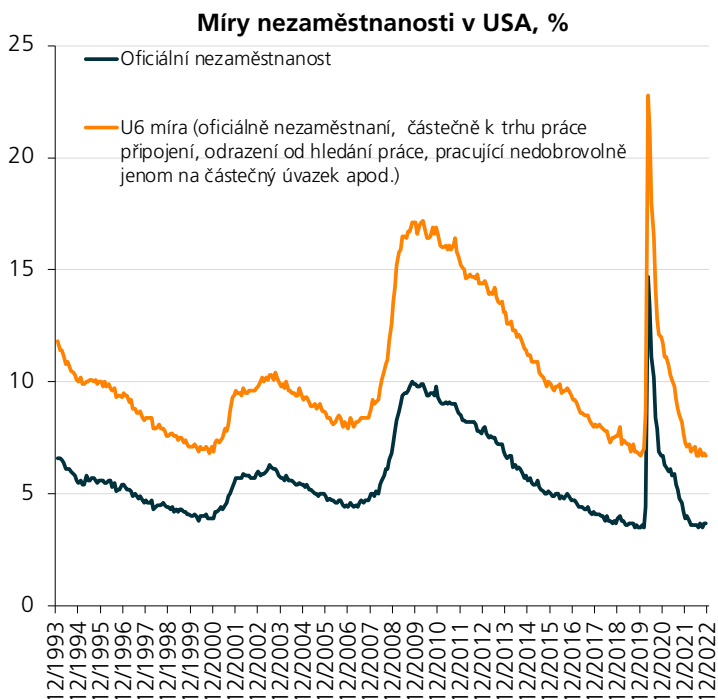
Měsíční data zveřejněná během prosince 2022 byla slabá.

**Reálné maloobchodní tržby** po překvapivě silném říjnovém reálném růstu o 0,9 % m/m **v listopadu o 0,7 % m/m poklesly**, a to vinou výrazného poklesu tržeb za automobily. **Meziročně** se tak tempo reálného růstu dostalo na **-0,6 %**, což je při pohledu na desetiletí neviděnou inflaci velmi dobrý výsledek. Největší zásluhu na tom má samozřejmě trh práce. **V listopadu míra nezaměstnanosti** dosáhla 3,7 %, což je s výjimkou letošního září a července (3,5 %) 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 listopadu 6,7 %. Pokračuje rovněž rychlá tvorba pracovních míst – **v září až listopadu vytvořila americká ekonomika 724 tis. nových pracovních míst** v soukromém sektoru (**v listopadu samotném 221 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 na **úrovni nad 10 mil.** Velmi vysoko je míra dobrovolných odchodů z práce, niž než před pandemií naopak míra nucených odchodů ze zaměstnání. Rozdíl v tempu růstu mezd mezi těmi, kdo práci nedávno změnili a těmi, kteří pracují na stále stejném místě, je nejvyšší od (nejméně) konce 90. let. Všechna tato data tak indikují jediné – velmi napjatý trh práce.

U mezd zaznamenáváme kvalitativně stejné, kvantitativně však odlišné signály podle toho, z kterého průzkumu použijeme data. Dle dat **Atlantského FEDu** (založených na průzkumu Current Population Survey, neboli CPS) vzrostly mzdy v listopadu 2022 o 6,4 % r/r, zatímco dle dat z tzv. Current Employment Statistics (CES), na něž jsme se v minulých vydáních tohoto materiálu často odvolávali, došlo sice díky růstu o skoro 0,6 % m/m v listopadu k akceleraci čtvrtletního tempa růstu na +1,4 % (resp. pololetního na +2,6 %), tj. nejrychleji od ledna (resp. března) 2022, ale meziročně bylo i s touto akcelerací (+5,1 %) nižší než dle CPS.

**Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** poté, co počátkem čtvrtého čtvrtletí meziměsíčně vzrostly o 0,7 %, v listopadu **výrazně poklesly**, a to o **2,1 % meziměsíčně**. Bylo to však hlavně vinou volatlní kategorie letadel a zbraní: po vyloučení těchto dvou kategorií došlo v listopadu naopak k mírnému růstu (+0,2 % m/m), ostatně jako v každém měsíci vyjma září.

## Americký trh práce zůstává napjatý



Zdroj: BLS (míry nezaměstnanosti, dostupné ZDE), Atlanta FED (mzdy, dostupné ZDE)



## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### USA

Jsou to samozřejmě nominální čísla, ale meziroční nominální tempo růstu o 5,7 % v listopadu není špatné ani po zohlednění inflace. Není to ale zas takovým překvapením, stále celkem dobře si totiž vede **průmyslová produkce**. Ta se (reálným) **poklesem o 0,2 % v listopadu dostala** na meziroční tempo reálného růstu **2,5 %**.

**Jádrová inflace v listopadu opět dosáhla +0,2 % m/m**, což větší část tržních účastníků opět, podobně jako měsíc předtím (když říjnová inflace zpomalila na +0,3 % m/m), přivítala jako náznak, že inflace pomalu odeznívá. Při pohledu na data za poslední tři měsíce nebo za posledního půlroku je však zřejmé, že žádný výraznější trend ve zpomalování nevidíme. V posledním čtvrtletí totiž vzrostla cenová hladina v jádrovém PCE okruhu o 0,9 %, za poslední pololetí o 2,1 %. Navíc, zpomalení cenového růstu bylo jen důsledkem zpomalení v sektoru zboží, služby naopak dále přidaly 0,4 % m/m, když rostly ceny všech služeb s výjimkou dopravních (kde se nejspíše projevil pokles ceny paliv).

Jelikož služby dominují americké ekonomice a jsou nejvíce ovlivněné mzdami (a tudíž trhem práce), prezident FEDu (a nejenom on, ale i jeho kolegové) během prosince tlumil tržní očekávání, že zpomalení PCE inflace povede k brzké otočce v měnové politice FEDu. FED sice zvolnil tempo utahování měnové politiky, když v prosinci zvýšil sazby „jen“ o půl procentního bodu do pásma 4,25–4,50 %, ale zároveň zvýšil očekávaný „vrchol“ sazeb v tomto cyklu na 5,1 % (oproti 4,6 % ze září). I další vyjádření Powella, Loretty Mesterové (prezidentka FEDu v Clevelandu), Mary Dalyové (prezidentka FEDu v San Franciscu) nebo Johna Williamse (prezident FEDu v New Yorku) byla cílena na trh, který jestřábí politice FEDu nevěří a očekáváním brzké otočky uvolňuje proti záměrům FEDu měnové podmínky.

### CEE3

### ČR

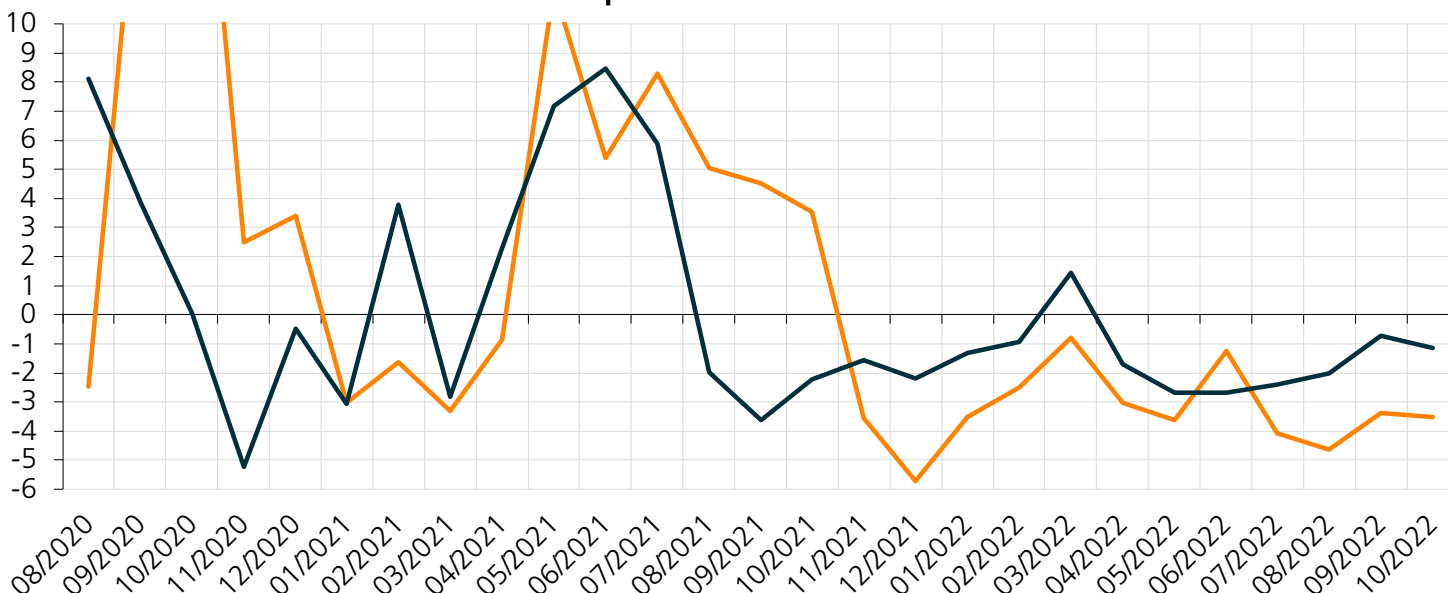
**Ekonomika počátkem 4. čtvrtletí zpomalovala, ale zatím bez dopadu na zaměstnanost nebo inflaci.**

**Růst HDP ve třetím čtvrtletí** dosáhl dle druhého odhadu lepšího výsledku (**-0,2 % q/q**) než tomu bylo dle odhadu prvního (-0,4 % q/q); **v meziročním vyjádření** tak tempo růstu dosáhlo **+1,7 %**. Strukturální data byla poněkud překvapivá a trochu odporovala měsíčním datům. Na jedné straně totiž výrazně narostl vývoz, a to až o 4,7 % mezičtvrtletně; to sice neodpovídalo vývoji průmyslové produkce (viz níže), ale při růstu dovozu „jen“ o 2,7 % q/q to znamenalo výrazně pozitivní příspěvek čistého exportu k mezičtvrtletnímu tempu růstu ekonomiky. To je vzhledem k vývoji obchodní bilance, která se v letošním roce propadla do deficitu (ve 3Q22 dosáhl deficit obchodní bilance 30 mld.), trochu překvapivé. Na druhé straně ČSÚ reportoval výrazný pokles poptávky domácností, a to o 3,2 % q/q, čemuž však neodpovídal vývoj maloobchodu. Ignorující strukturu růstu se však dá říct, že ani po několika čtvrtletích drahých energií a vysoké inflace se v české ekonomice žádná katastrofa neodehrává.

### Tempo poklesu maloobchodu neurychluje.

#### Kumulativní celkový růst (v %) reálných maloobchodních tržeb v posledních

#### 6 a v posledních 3 měsících v ČR



## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

## ČR

**Měsíční data zveřejněná během prosince byla slabá.**

**Průmyslová produkce** počátkem čtvrtého čtvrtletí **výrazně poklesla, a to o 3,7 % m/m** (zejména vinou poklesu produkce elektřiny, plynu a tepla a vinou poklesu produkce v automobilovém sektoru z důvodu opětovného nedostatku některých komponent). Meziročně však byla produkce v říjnu reálně vyšší o 3,1 %, což je vzhledem k tomu, s čím se český průmysl musel v roce 2022 potýkat, zcela jistě nečekaný úspěch. Na meziročním výsledku má suverénně nejvyšší podíl výroba motorových vozidel, jež růstu přidala skoro 5 p. b. Že není v průmyslu situace (zatím) nijak katastrofální, ukazuje i fakt, že meziročně de facto stagnoval počet zaměstnanců (zaměstnanost v říjnu totiž poklesla jen o zanedbatelné 0,3 % r/r) a jejich mzdy přidaly 8,6 % r/r. Hodnota nových zakázek přidala 18 %, což sice z podstatné části reflektuje vysokou inflaci, ale i tak zůstává tempo růstu této veličiny meziročně reálně kladné.

S tímto popisem situace v průmyslu stále moc nekoresponduje vývoj indexu **PMI**. Tento index totiž v říjnu dosáhl jen 41,7 bodu – produkce by tak měla nyní již výrazně meziročně klesat. To ostatně naznačuje jak listopadová (41,6 bodu), tak prosincová hodnota (**42,6 bodu**). 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**. U **domácností je situace ještě horší** a odpovídá tomu, jak by člověk v situaci (více než dvě desetiletí neviděné) inflace čekal – jejich důvěra je nízká, v říjnu se dostala na nové historické minimum (–34,5 bodu) a v listopadu a v prosinci zůstala nedaleko od něj (–30,8 bodu, resp. –32 bodů).

Vývoj **maloobchodních tržeb pesimismu odpovídá, ale pouze částečně**. V posledních třech měsících do října klesly reálné maloobchodní tržby dohromady o 1,1 %, pokles v posledních 6 měsících dosáhl 3,5 %; ani kvartální, ani pololetní pokles neukazuje, že by docházelo k urychlování tempa poklesu. Meziročně byly reálné maloobchodní tržby v říjnu nižší o 6,4 %, což je při inflaci, která by bez úsporného tarifu dosáhla v říjnu skoro 19 %, stále velmi dobrý výsledek.

Česká spotřebitelská inflace **po říjnovém překvapivém poklesu**, jenž byl způsoben faktem, že ČSÚ do cenové hladiny promítl úsporný tarif a odpuštění poplatku za podporované zdroje energie, **v listopadu opět urychlila**, když přidala 1,2 % m/m. Jistou naději dává, že zpomalila (na 0,4 % m/m) jádrová inflace, v posledních 3 měsících přidala už „jen“ 2 %. Smíšené zprávy se týkaly také z cen producentů: u průmyslových klesly ceny o procento m/m, u zemědělských však vzrostly o 2,8 % a ceny tržních služeb zůstaly meziměsíčně beze změny. A nakonec, v prosincovém PMI překvapivě po několika minulých měsících zpomalování opět urychlily vstupní ceny (výstupní ceny rostly nejpomaleji od března 2021).

**Na zasedání ČNB v prosinci ponechala sazby stabilní na 7 %** a žádných změn nedoznala ani distribuce rizik inflační prognózy. Změnila se ale rétorika guvernéra Michla, který na tiskovce řekl, že trh se může mýlit v očekávání, že sazby v první polovině příštího roku neporostou. Od zapříčiněného odpůrce vyšších sazeb, který pro žádné z předchozích zvýšení nehlasoval, je to změna, kterou trh, soudě podle absence reakce na tato slova u výnosů, až nepochopitelně přehlédl.

## POLSKO

**Průmysl i maloobchod se tváří v tvář cenám energií resp. inflaci překvapivě dobře drží. Polská ekonomika má problém se široce založenými poptávkovými tlaky, na které centrální banka již dále nereaguje.**

**Hospodářský růst ve 3. čtvrtletí výrazně překonal očekávání, když místo stagnace ekonomika vzrostla o 1 % q/q. Meziroční tempo tak dosáhlo 3,6 %.** Ve struktuře dat zveřejněné koncem listopadu přispěly k meziročnímu růstu všechny složky agregátní poptávky – nejvíce zásoby (+2,2 p. b.), nejméně vláda. Příspěvek poptávky domácností výrazně zpomalil, když místo 3,6 p. b. ve druhém čtvrtletí dosáhl jen 0,5 p. b. ve třetím. To ukazuje, že vysoká inflace se přece jen negativně podepisuje na spotřebě domácností.

**Průmyslová produkce poté**, co zaznamenala koncem třetího a počátkem čtvrtého čtvrtletí mírný pokles (–0,2 % m/m v září a –0,5 % m/m v říjnu), **v listopadu přidala 2,7 % m/m**. Meziroční tempo růstu zůstalo kladné, když dosáhlo 4,4 %. **Nejvýznamněji se na meziměsíčním** růstu produkce podílela výroba elektrické energie (+23,5 % m/m), **kladný však byl meziměsíčně i zpracovatelský sektor (+1,5 % m/m)**. Index **PMI** tomuto vývoji moc neodpovídal, když v listopadu poklesl na 43,4 bodu, což je hluboko v teritoriu kontrakce. V prosinci se sice index zlepšil na 45,6 bodu, což bylo nejlepší číslo od května minulého roku, ale i tak klesaly výrazným tempem nové objednávky i stávající produkce. Navíc, hodně rozvolněná vazba mezi indexem a skutečnou průmyslovou produkcí nedovoluje činit mnoho závěrů o tom, jak se produkci v průmyslu koncem roku vedlo.

**Reálné maloobchodní tržby v říjnu–listopadu reálně fakticky stagnovaly**. V říjnu totiž tržby reálně vzrostly o 0,3 % m/m, v listopadu pak ve stejném rozsahu (hlavně díky poklesu motorových vozidel) poklesly. Meziročně byly tržby v listopadu reálně vyšší o 1,6 %, za prvních 11 měsíců minulého roku pak byly vyšší reálně o 5,4 %.

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

## POLSKO

To je vzhledem k inflaci velmi dobrý (a určitě neočekávaný) výsledek.

Není ale až tolik proč se tomuto výsledku divit – tržbám pomáhá trh práce, na němž nedošlo zatím k žádným změnám. Míra nezaměstnanosti je stále velmi nízká, v listopadu se pohybovala jen lehce nad 5 % (5,1 %). Nepřekvapí pak tedy určitě to, že dále rostou mzdy – **růst nominálních mezd dosáhl v listopadu skoro 14 %**, což znamená, že i navzdory vysoké inflaci **zůstává reálný růst mezd jen mírně záporný**.

**Ve shora popsaném makroekonomickém prostředí se stále „daří“ inflaci.** V listopadu dle finálních dat dosáhla **celková inflace 17,5 %** (vs. 17,9 % v říjnu), její meziměsíční růst činil stále velmi rychlých **+0,7 % m/m**. Ceny služeb vzrostly o 0,6 % m/m (restaurační služby kupř. +1,2 %) a ceny zboží o 0,7 % m/m (vybavení domácností +1,2 % m/m). Takto široce založený růst cen indikuje, že v ekonomice jsou přítomny rozsáhlé poptávkové tlaky. Ostatně, to je vidět z poptávkové inflace, která v listopadu urychlila na 11,4 % (vs. 11 % v říjnu). Dobrou zprávou je, že v listopadu konečně poklesly ceny producentů: zatímco ve druhém čtvrtletí vzrostly tyto ceny o 6 %, ve třetím o 2,5 % a v říjnu stále ještě o 0,7 % m/m, v listopadu dle předběžných zpráv poklesly (a to poprvé od srpna 2020) o **0,5 %**. Meziroční tempo růstu cen producentů zpomalilo, a to z 22,9 % v říjnu na **20,9 %** v listopadu.

## 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 poklesla ekonomika ve třetím čtvrtletí o 0,4 % q/q, meziroční tempo dosáhlo +4 %.** Strukturální data byla trochu překvapivá. 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 vzhledem k výši úrokových sazeb a k faktu, že stavebnictví je na jejich výši velice citlivé, nečekali. Na straně poptávky se navzdory inflaci meziročně stále drží poptávka domácností (+4,2 % r/r reálně) i fixní investice (4,1+ % r/r), byť mezičtvrtletně již mírně zpomalují.

**Maloobchodní tržby počátkem 4. čtvrtletí mírně poklesly (o 0,4 % m/m), jejich meziroční tempo tak v říjnu dosáhlo reálných a sezonně očištěných 3 %.** 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 %) se **v srpnu až v říjnu zvedla na 3,6 %**, z historického hlediska jsou to 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 září +17,8 % r/r** (říjnová data budou zveřejněna až po uzavěrce tohoto materiálu).

**Maďarská průmyslová produkce po 5 měsících nepřetržitého růstu v říjnu potřetí v letošním roce meziměsíčně poklesla.** Pokles to byl také letos (a vlastně i od Covidu) nejvýraznější, o 3,5 % m/m (v březnu klesla produkce o 0,2 % a v dubnu o 1,4 % m/m, jinak rostla), a byl způsoben zejména poklesem v sektoru produkce potravin a aut. Meziroční tempo se dostalo na 5,1 % (z 11,6 % v září).

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 listopadu pak 1,8 %), vyšplhala v listopadu meziročně na 22,5 %. V listopadu dále vzrostly ceny potravin, jejichž meziroční tempo růstu tak dosáhlo 44 %. To, že za maďarskou inflaci nejsou jen externí šoky, ale že jsou v maďarské ekonomice přítomné velmi silné a široce zakořeněné poptávkové tlaky, je vidět na mnoha místech. Zaprvé, jádrová inflace urychlila na 23,8 %, což je nejvíce od roku 1996. Zadruhé, polovina spotřebního koše roste tempy nad 20 %. Zatřetí, v listopadu vzrostly meziměsíčně ceny služeb, které obvykle v listopadu v Maďarsku sezonně klesají.

Vzhledem k takovému inflačnímu vývoji je překvapivé, že **maďarská centrální banka (NBH) už dále nezvyšuje sazby**. Třináctiprocentní základní sazba a osmnáctiprocentní jednodenní depozitní sazba sice vypadají na první pohled dostatečné, vzhledem k inflaci jsou však reálné sazby stále negativní.

V prosinci představila NBH novou prognózu, dle které bude inflace v příštím roce v průměru mezi 15 % a 19,5 %. Takto široce stanovené pásmo ukazuje míru nejistoty centrální banky ohledně inflačního vývoje v příštím roce. Vzhledem k tomu, že centrální banka řekla, že „je připravena dále konat, pokud se rizika pro inflační vývoj zvýší“, myslíme si, že bude-li inflace mířit na horní hranici uvedeného pásma, dočkáme se dalšího utažení měnových podmínek.

## ROPA

Od konce května do konce září minulého roku cena ropy klesala, a to ze 120 dolarů na 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 oscilovala mezi 80 a 90 dolary, na samém konci listopadu a počátkem prosince pak poklesla až na dohled 70 dolarů za barel. Do konce prosince došlo pak už jen k mírné korekci směrem nahoru k 80 dolarům za barel.



## AKCIOVÉ TRHY

Akciové trhy v posledním měsíci uplynulého roku skončily ve ztrátách (index MSCI World: -4,3 %). Důvodů propadů akciových indexů vyspělých zemí bylo vícero. Centrální banky nadále přesvědčovaly trhy o primárním cíli zkrocení inflace skrze utahování měnových politik. Komentáře jak ECB, FEDu nebo BOJ vedly k růstu požadovaných dluhopisových výnosů, což vyvolalo negativní tlak na ceny akcií. Docházelo k revizím očekávaných korporátních zisků v následujících kvartálech nebo k zohlednění probíhajícího poklesu reálných příjmů domácností. Akciové trhy tak po růstovém listopadu, i z důvodu nižší předvánoční likvidity, zaznamenaly korekci. Americký akciový index S&P 500 ztratil 5,9 %, evropský index DJ STOXX 600 klesl o 3,4 % a japonský index Nikkei 225 o 6,7 %. Vysoké meziměsíční ztráty prodělaly především růstové a technologické společnosti (index Nasdaq -8,7 %), když například akcie Tesly ztratily 36,7 %.

Akcíím obchodovaným na trzích Střední Evropy se, oproti jejich vyspělým souputníkům, vedlo relativně velice dobře. Vyšší ztráty nastřádané v průběhu celého roku a atraktivní hodnotové ukazatele akcií přiměly investory k pozvolnému návratu do našeho regionu. Pokud budeme abstrahovat od možného vývoje na Ukrajině, CEE region zažije zajímavý rok. Na politické scéně volba českého prezidenta a polské parlamentní volby, většinou známé kontury mimořádných sektorových daní a zároveň by mělo docházet k oslabování inflačních tlaků. To vedlo k prosincovému zvyšování akciových pozic a růstu cen akcií. Nejvíce se tak dařilo proxy na náš region a to polskému akciovému indexu WIG 30, který meziměsíčně vzrostl o 3,3 %. Premianty byly především velké společnosti a banky. Například akcie společnosti Allegro (majitel Mallu) si připsaly 12,5 %. Český akciový index ztratil 1,1 %, rumunský index BET pak 0,6 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích v prosinci také poklesly, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal 1,64 %. Tento výsledek jen podtrhl velice slabý rok pro rozvíjející se trhy, jež celkově ztratily od ledna 19,7 %. Kladného zhodnocení dokázaly na hlavních trzích dosáhnout jen čínské akcie (index CSI300 +0,5 %) a hlavně v Hong-kongu (+6,4 %). Čínská vláda se pod tlakem veřejnosti, neustálých uzavírek a dopadů na hospodářství rozhodla ukončit politiku nulové tolerance COVIDu. Očekávané oživení ekonomiky vyhlíží investoři s nadějí, v nejbližších dnech a týdnech se však Čína musí vypořádat s obrovským nárůstem nakažených a s tlakem na zdravotnická zařízení. Ostatní asijské trhy ztrácely, například akcie v Koreji téměř 10 %, Indie 3,6 %. Trhy v Latinské Americe také zamířily dolů, především z obav směřování politiky (staro)nového brazilského prezidenta Luly, klíčové bude ujistit investory o udržitelnosti tamních veřejných financí. Prosincové ztráty nic nezměnily na faktu, že v roce 2022 se jednalo o jeden z nejvýkonnějších akciových trhů.

## DLUHOPISOVÉ TRHY

## DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během prosince podobný – výnosy po listopadovém poklesu opět narostly s tím, jak centrální banky přitvrdily rétoriku vůči trhům, které nevěřily, že centrální banky utahování myslí vážně.

## INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

## DLUHOPISOVÉ TRHY

Ve Spojených státech výnosy v prosinci vzrostly na krátkém konci o 20 b. b. (na 4,4 %), na dlouhém konci o 40 b. b. (na 3,9 %). V podstatě se vrátily na úroveň z konce října a počátku listopadu. Křivka tak zůstává inverzní.

V eurozóně byly pohyby ještě výraznější. U německých vládních dluhopisů došlo k nárůstu na krátkém konci i na dlouhém konci shodně o tři čtvrtě procentního bodu (na 2,75 % u dvouletých, resp. na 2,6 % u desetiletých dluhopisů). To byl jasný dopad rétoriky i činů ECB, která zvýšila sazby a několikrát ústy svých představitelů během prosince trhům sdělila, že na rozvolnění politiky můžou zapomenout a že se měnová politika utahovat i přes ekonomické zpomalení či mírnou recesi.

## DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Na trhu korporátních dluhopisů vývoj v prosinci kopíroval vývoj vládních dluhopisů. Tzv. total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v euru oproti konci listopadu poklesl o 0,5 %, u dolarových o 1,1 %. V případě investičního stupně došlo u dolarových instrumentů k poklesu TRI o 0,8 %, na instrumentech denominovaných v euru pak de facto ke stagnaci (+0,15 %). Kreditní prémie u investičních dluhopisů denominovaných v euru po výrazném říjnovém a listopadovém poklesu (dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) v prosinci stagnovaly.

## DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká **výnosová křivka v prosinci narostla**. Částečně vlivem vývoje v zahraničí, částečně vlivem (po říjnovém překvapivém poklesu) obnovené meziměsíční akcelerace české inflace se desetileté výnosy vrátily nad 5 % (růst o 50 b. b. oproti konci listopadu), dvouleté výnosy pak na 5,6 % (růst o 15 b. b.).

## DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

**Polská výnosová křivka během prosince částečně korigovala předcházející listopadové poklesy**. Dvouletý výnos zůstal sice oproti počátku prosince beze změny na 6,7 %, desetiletý však mírně (o čtvrt procentního bodu) narostl a dostal se na 6,9 %.

## DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

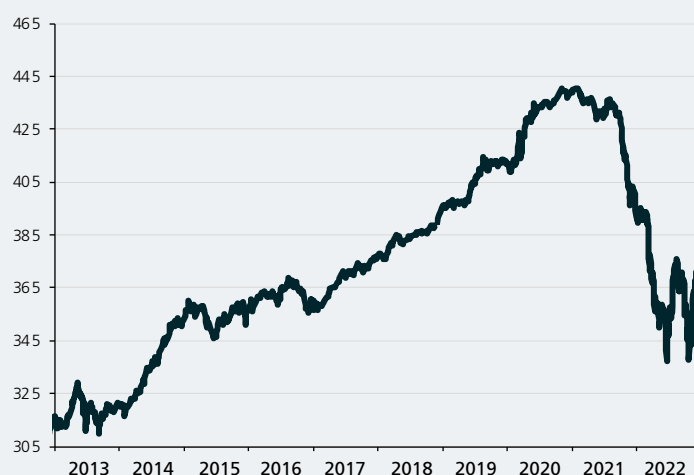
Zatímco během třetího kvartálu válečná fronta výrazněji nepostoupila, dochází od začátku posledního čtvrtletí k realizaci úspěšné protiofenzivy v Charkovském regionu, který ukrajinská armáda celý ovládla. Díky zapojení nové techniky se Ukrajině podařilo výrazným způsobem narušit nepřátelskou logistiku a zázemí hluboko za frontovou linií. Vážnou zásobování, nedostatek munice, vysoká roztržitost struktury ruských jednotek (noví odvedenci, milice, profesionální žoldnéři) a rostoucí demotivace přispěly k rychlému ukrajinskému postupu na východ až k hranicím Luhanské oblasti. Ukrajině se zatím podařilo získat zpět cca 40 % z území, zabraného po únoru 2022. Postup ukrajinské armády pokračoval směrem na okolí Bakhmutu a Doněcku. Zde probíhají nejtěžší boje a územní zisky jsou pouze minimální a za cenu vysokých ztrát. Strategickým bodem je i město Melitopol, jehož získáním by došlo k výraznému ztížení zásobování ruských jednotek na Krymu.

## INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

## BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



## BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg



## DLUHOPISOVÉ TRHY

Ruská armáda pokračuje v masivních raketových útocích na civilní a energetickou infrastrukturu. Ty se částečně daří eliminovat pomocí dodávané západní techniky. S prodlužující se dobou konfliktu je nyní největším rizikem změna postoje západu a pokles intenzity materiální podpory a změna diplomatického postoje. S postupující zimou lze očekávat zintenzivnění ofenzivy na obou stranách. Na Ukrajině probíhají přípravy další protiofenzivy a v Rusku další kola mobilizace.

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, případně jde o nepotvrzené spekulace. Je pravděpodobné, že s kupíci se neúspěchy se bude ruská armáda častěji uchýlovat k použití hrubé síly formou raketometů či balistických střel a zároveň bude pro ukrajinskou armádu těžší udržet stávající tempo postupu.

## MĚNY

**Dolar proti euru v prosinci dále oslaboval.** Poté, co z hodnot pod paritou během listopadu oslabil vůči euru nad 1,04, se v prosinci dostal dalším oslabením až na dohled 1,07 USD/EUR. Důvodem bylo, že v relativním souboji o to, kdo bude roce 2023 více jestřábi, nyní v očích trhu vyhrává ECB. Ta totiž během prosince několikrát zopakovala, že růst sazeb bude v příštím roce pokračovat rychlým tempem. Ne, že by FED byl rétoricky v prosinci méně jestřábi, ale trh si myslí, že je blíž vrcholu sazeb než ECB – což je ostatně nejspíš pravda –, a to i pokud FED půjde se sazbami výše, než si nyní dle svých vlastních predikcí myslí.

**Středoevropským měnám se v prosinci vedlo rozdílně. Polský zlotý** byl nejnudnější, když se během celého prosince pohyboval mezi 4,65 a 4,7 PLN/EUR. Maďarský forint posílil ze 415 HUF/EUR na 400 poté, co se Maďarsko v první dekádě minulého měsíce domluvilo s EU na nižší částce zadržené Evropskou komisí (původně více než 7 mld. EUR, po dohodě kolem 6 mld.) výměnou za podporu pomocí Ukrajině. Nejlepší vývoj zažila v prosinci **česká koruna**, která dále posílila a dostala se tak na hodnoty neviděné 11 let, když koncem prosince na chvíli atakovala hranici 24,10 CZK/EUR.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

## DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Stále dle nás převládají faktory ukazující na stabilitu nebo růst českých dluhopisových výnosů.

Zprv je zde extrémní emisní aktivita vlády. V roce 2022 dosáhl deficit veřejných financí nejspíš 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 jádrové složce nezpomaluje. I když se Bankovní rada prozatím rozhoduje pro stabilitu sazeb, domníváme se, že realita velmi vysoké inflace, živěné i napjatým trhem práce, obrovskými strukturálními deficity a růstem mezd daleko přesahujícím růst produktivity práce nakonec zvítězí a sazby ještě zamíří nahoru. Takovou možnost ostatně připustil na prosincovém zasedání ČNB i guvernér ČNB Michl.

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

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 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, zlotý zůstává slabý, polská vláda svými protiinflačními balíčky prohlubuje deficit (a tudíž zvyšuje nabídku dluhopisů). Centrální banka tak dost možná bude dotlačena k dalšímu růstu sazeb.

## DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ceny ukrajinských státních dluhopisů v prosinci relativně klesaly a ztratily tak ze svých listopadových vyšších úrovní. Na ty se dostaly s přechozím tržním optimismem a díky rozumným výsledkům amerických voleb a uvolňování plateb zahraniční pomoci.

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

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

## MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** se již delší dobu domníváme, že ECB bude muset být v blízké budoucnosti v utahování měnových podmínek agresivnější než FED. Protože je to právě (očekávané) relativní nastavení měnových politik, které nejvíce v minulosti hýbalo kurzem, domnívali jsme se již delší dobu, že se v letošním roce kurz eura proti dolaru dostane nad 1,05 a k blízkosti 1,10 USD/EUR. Trochu nás překvapuje, že se tak stalo již na přelomu let (čekali jsme ještě návrat dolaru k paritě či pod ni), ale na delším výhledu pro letošní rok (tj. na výhledu silnějšího eura) se nic nemění.

**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 diferenciel mezi ČNB a FEDem či ECB, což dle nás povede k tlaku na korunu. Koruna tak v letošním roce oslabí až ke 25 korunám za euro.

**Polský zlotý** je makroekonomicky v podobné situaci jako CZK, s výjimkou o něco menšího deficitu běžného účtu platební bilance a, hlavně, s výjimkou centrální banky odhodlané a schopné bránit svou měnu. Očekáváme tak přetrvávající tlak i na polském zlotém a jeho oscilaci mezi 4,8 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 utážením politiky v říjnu a opakovaně deklarované odhodlání maďarské centrální banky bránit měnu zvyšováním úrokových sazeb sice forint, zdá se, úspěšně stabilizovalo kolem úrovně 400 HUF/EUR, ale na výraznější trendové posílení nevypadá a dle nás k němu v první polovině roku 2023 určitě nedojde.

## AKCIOVÝ TRH

V posledních několika málo letech si světové ekonomiky a finanční trhy prošly několika šoky. Před třemi lety přišla globální pandemie COVID-19 spojená s nabídkovými šoky v podobě zpřetrhaných dodavatelsko-odběratelských řetězců. Započal trend „celních“ válek a mírné deglobalizace. Centrální banky a vlády nestály stranou a většinu ekonomik podpořily extrémně štědrými měnovými a fiskálními stimuly. Invazí Ruska na Ukrajinu pak došlo k zesílení předešlých jevů, které se projeví ve výrazném růstu inflace, především ve vyspělých zemích. Rok 2023 by mohl být jemně řečeno normalizačním rokem, kdy dojde k postupnému zlepšení dodavatelských řetězců, poklesu inflačních tlaků, návratu k rozumným cenám komodit a energií a to při zároveň relativně silném trhu práce. Samozřejmě globální geopolitická rizika budou nadále přetrvávat.

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

Evropské akcie jsou, oproti americkým akciím, 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. Na tom získá také region střední Evropy, který je stále, co se týká výrobních nákladů, levným regionem. CEE region si již prošel prvotním šokem růstu úrokových sazeb, ze kterého budou těžit 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 na rozvíjejících se trzích. Asie, tažená čínskou ekonomikou, zažije po současných covidových lockdownech ekonomické oživení. Čínský spotřebitel nebyl tak silně kompenzován jako domácnosti v Evropě nebo US. Oživení proto nebude rychlé a přijde až po konci prvního čtvrtletí letošního roku. Avšak potenciál ekonomického růstu v Číně je i tak vyšší než ve vyspělých ekonomikách.

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

## Důležitá upozornění:

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

## KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT

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

+420 225 988 200

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