

# VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500 (USD)	-8,80 %	USA (USD)	-3,10 %	USD/EUR	-4,72 %	Ropa Brent (USD)	1,33 %
Evropa – DJ Stoxx 600 (EUR)	-1,20 %	Evropa (EUR)	-3,81 %	CZK/USD	5,82 %	Zemní plyn (USD)	28,39 %
Japonsko – Nikkei 225 (JPY)	-3,50 %	ČR (CZK)	-2,84 %	CZK/EUR	0,82 %	Sil. elektřina (EUR)	9,35 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-5,75 %	Polsko (PLN)	-4,18 %	PLN/EUR	0,63 %	Zlato (USD)	-1,92 %
ČR – PX (CZK)	-2,46 %	Maďarsko (HUF)	-3,11 %	HUF/EUR	2,93 %	Stříbro (USD)	-8,33 %
Polsko – WIG30 (PLN)	-12,20 %	Turecko (TRY)*	10,28 %	TRY/EUR	-3,66 %	Měď (USD)	-5,78 %
Maďarsko – BUX (HUF)	-2,81 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

**Ačkoliv inflace dále akceleruje (v Německu překonala čtyřicetileté maximum) a ačkoliv růst ekonomiky (a pokles nezaměstnanosti) v 1. čtvrtletí pokračoval, ECB nic konkrétního ke zkrocení inflace nedělá.**

**Nová data o HDP za 1. čtvrtletí ukázala, že ekonomika zůstala v černých růstových číslech i v 1. čtvrtletí 2022.** Růst to sice nebyl kdovíjak velký (+0,2 % q/q), ale vzhledem k problémům v průmyslu a vzhledem k růstu cen energií to bylo pozitivní překvapení. Z velkých ekonomik na tom byla v prvním čtvrtletí růstově nejhůře Itálie (-0,2 % q/q) a Francie (mezičtvrtletní stagnace), nejlépe pak Španělsko (+0,3 % q/q) a Německo (+0,2 % q/q).

Tvrdá data, která byla v EMU v průběhu dubna 2022 zveřejněna, byla spíše slabší, dále se však zlepšil trh práce. Předstihové indikátory, které se vinou ruské invaze na Ukrajinu v březnu zhoršily, se v dubnu nezlepšily.

**Maloobchodní tržby** po silném prosincovém poklesu (nakonec o 2,1 % m/m) v lednu i v **únoru 2022** sice vzrostly, ale jen minimálním tempem (+0,2 % a +0,3 % m/m); jejich **meziroční tempo růstu** však zásluhou bazického efektu (v lednu 2021 poklesly tržby o 5 % m/m) **dosáhlo v únoru 5 %**. Důvodem, alespoň částečným, proč kumulativně tržby navzdory silným fundamentům (viz níže) v posledním půlroce nevzrostly, jistě byly rychle rostoucí spotřebitelské ceny, kterým růst nominálních mezd jednoduše nestačí.

Pro spotřebu domácností relevantní **trh práce se v letošním roce dále zlepšuje**. Sezonně očištěná **míra nezaměstnanosti**, která byla ještě počátkem roku 2021 na úrovni 8,2 %, klesla v úvodu roku 2022 pod hranici 7 %: **v únoru 2022 se dostala dokonce na nejnižší hodnotu v historii EMU, na 6,8 %** (březnová data budou zveřejněna až 3. května). Nejnižší z velkých zemí je nezaměstnanost samozřejmě v Německu (3,1 %), nejvyšší ve Španělsku (12,6 %, ovšem i to je výrazně nižší než 15,7 % v únoru 2021). Růst nákladů práce zůstává prozatím (a na rozdíl od USA nebo našeho regionu) velmi nízký – **ve 4. čtvrtletí 2021 vzrostly nominální hodinové náklady práce v eurozóně o necelá dvě procenta**. Jak dlouho ale tváří v tvář vysoké inflaci vydrží takto inertní, je otázka, na kterou by si měla po zevrubní analýze odpovědět především ECB.

**Průmyslová produkce** po dvou silných měsících konce minulého roku (+2,5 % m/m v listopadu a +1,5 % m/m v prosinci) v prvních dvou letošních měsících prakticky stagnovala. V lednu totiž poklesla o 0,7 % m/m, v únoru **pak o stejných 0,7 % m/m** vzrostla. Meziroční tempo růstu dosáhlo v únoru pouhých 2 %.

**Index nákupních manažerů (PMI)** ve zpracovatelském průmyslu se v **březnu 2022** dále zhoršil, když poklesl na 56,5 bodu, tj. nejnižší od ledna 2021. Důvodem poklesu byla stoupající inflace (index cen vstupů je skoro nejvyšší v historii průzkumu) a ruská invaze na Ukrajinu, vinou které klesl subindex důvěry v budoucnost na nejnižší úroveň od května 2020. Nejvyšší hodnoty mezi velkými zeměmi opět dosáhl PMI v Německu (56,9 bodu), následován Itálií (55,8), Francií (54,7) a Španělskem (54,2 bodu). Po několika měsících se kvůli výpadku dodávek z Ukrajiny zastavilo zlepšování subindexu mapujícího délku dodavatelských časů. **Předběžná dubnová data** potvrdila další zhoršování situace ve zpracovatelském průmyslu: index se propadl na patnáctiměsíční minimum (55,3 bodu), samotný index produkce se pak udržel nad hranicí 50 jen velmi těsným rozdílem. Podniky zmínily opětovné zhoršení dostupnosti komponent, a to kvůli kovidové uzavírci v Číně (Šanghaj) a válce na Ukrajině, zhoršily se však i nové objednávky (nejslabší růst od června 2020). Subindex mapující růst vstupních cen byl druhý nejvyšší v historii průzkumu (tj. od roku 1998). A že se brzy dočkáme dalšího růstu spotřebitelských cen, je jasné: index výstupních cen totiž opět překonal (a to výrazně) předchozí maximum z března, a to jak pro služby, tak pro zboží.

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

Podobný vývoj jako u PMI pozorujeme také u **indexu IFO**, který mapuje podmínky v největší ekonomice eurozóny. Index hodnotící stávající situaci se v dubnu nezměnil a zůstává tak poměrně vysoko (97,2 bodu, tj. stejně jako v prosinci 2021), **index hodnotící očekávání** zůstal po březnovém propadu nízko. Z hodnoty 98,4 bodu v únoru se totiž dostal na 84,9 bodu v březnu a na **86,7 bodu v dubnu**, což je jen lehce nad úrovni z března 2020, kdy propukla pandemie COVID-19. Evidentně se zde odráží **důsledky** ruského útoku na Ukrajinu.

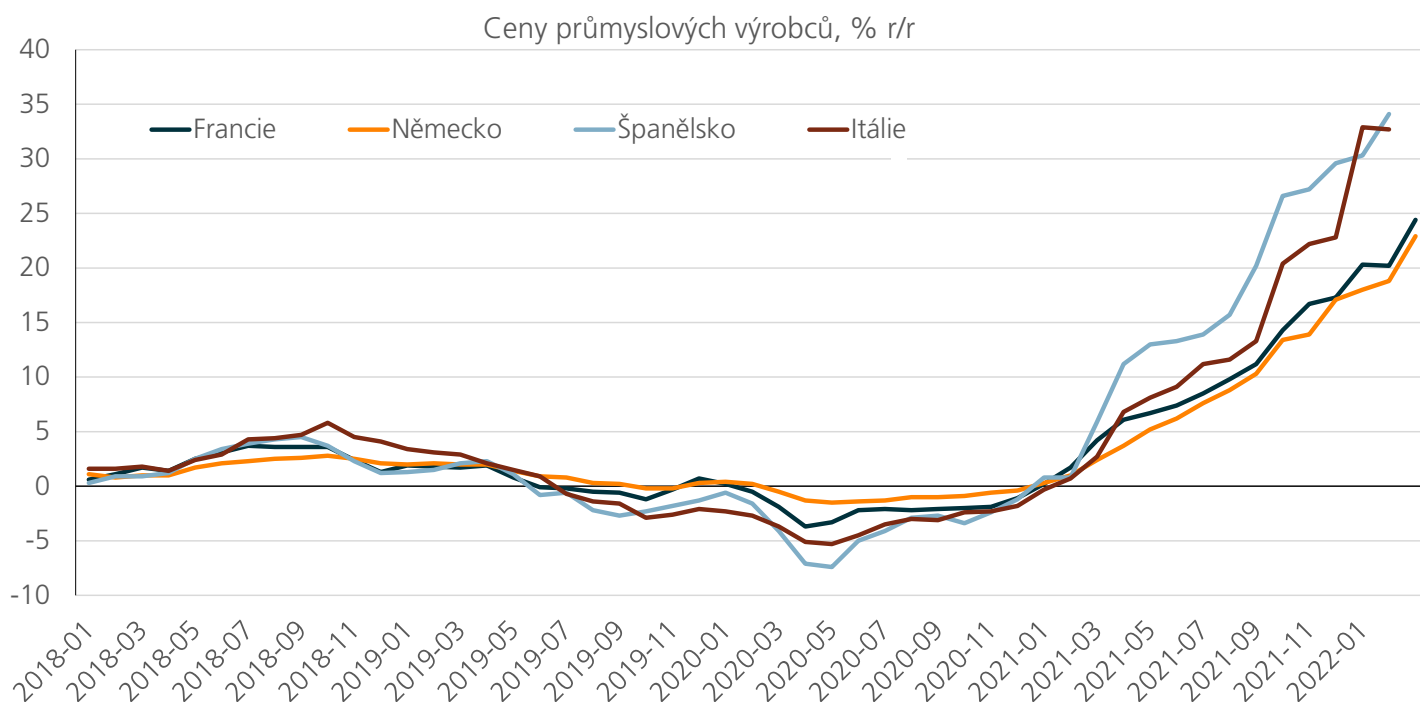
**V dominantním sektoru služeb se situace dle předběžných dat o PMI v dubnu naopak zlepšila.** Index totiž vzrostl na osmiměsíční maximum 57,7 bodu (vs. březen 55,6 bodu). Není divu, rozvolnění opatření situaci de facto všude vrátilo do předpandemického stavu. Nejvíce se to projevilo na turismu. Spotřebitelská důvěra **se v dubnu po dramatickém propadu v březnu lehce zlepšila (o 1,8 bodu na -16,9 bodu)**, zůstává však velmi hluboko pod dlouhodobým průměrem.

Pokračuje rychlý růst inflace. Ten se v březnu nezastavil, právě naopak. **Dle finálních dat totiž březnová inflace přidala 2,4 % m/m a tedy 7,4 % r/r.** Díky faktu, že výrazně vzrostly hlavně ceny paliv a potravin, byl u jádrové inflace sice obrázek o něco lepší (+1,2 % m/m a 2,9 % r/r), ale i tato složka inflace je zřetelně nad cílem ECB. Z velkých zemí byla v březnu nejvyšší inflace ve Španělsku (9,8 %), nejnižší pak ve Francii (5,1 %); v Německu (7,6 %, tj. 40-leté maximum) a v Itálii (6,8 %) byla březnová inflace také vysoká. **Předběžná dubnová** čísla zveřejněná dne 29. 4. ukázala **další růst jádrové i celkové inflace.** Celková inflace vzrostla na 7,5 % r/r, **jádrová** však poskočila až na **3,5 %**. Nejvyšší mezi velkými zeměmi byla inflace ve Španělsku (8,3 %) a v Německu (7,8 %), nejnižší ve Francii (5,4 %) a v Itálii (6,6 %). Ve všech případech je však vysoko nad cílem ECB.

Dále rychle rostou také ceny **průmyslových producentů**, které v únoru v Eurozóně přidaly 23,7 % a jejichž růst se dle předběžných informací ani v březnu nezastavil – německé průmyslové ceny totiž v březnu přidaly meziročně 22,9 %, italské 36,9 %, španělské 38,1 % atd. To se v dalších měsících nemůže dále nepromítnout do spotřebitelských cen.

**Zasedání ECB v dubnu** bylo ve srovnání s březnem holubičí. Lagardeová na svém v březnu představeném plánu ukončit odkupy aktiv až ve 3. čtvrtletí 2022 (!) samozřejmě nic nezměnila, dodala však, že se zvýšila negativní rizika pro hospodářský růst. Ruská agrese na Ukrajině sice také zvýšila rizika pro inflaci, ale ta evidentně ECB netrápí. Vzhledem k holubičímu vyznění zasedání pak na nejslabší hodnotu za poslední dva roky (1,08) oslabilo euro.

### Ceny průmyslových výrobců dále rychle rostou



Zdroj: Eurostat, dostupné [ZDE](#).

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### USA

**Makroekonomická data jsou silně proinflační, přestože růst HDP v 1Q22 zklamal. FED začal utahovat měnovou politiku a lehce panikaří.**

**Nová data o růstu HDP v 1Q22 ukázala překvapivý pokles ekonomiky. Americká ekonomika totiž v 1. čtvrtletí letošního roku poprvé od pandemického druhého čtvrtletí 2020 zaznamenala negativní růst, i když jenom mírný (-1,4 % q/q anualizovaně). Důvodem poklesu byl výrazně silný růst dovozu, který růstu ubral 2,5 p. b., a pokles zásob (-0,8 p. b.).** Není to však takové zklamání. Po předchozích dvou čtvrtletích, v nichž byl příspěvek od zásob výrazně kladný (2,2 p. b. ve 3Q21 a 5,3 p. b. ve 4Q21), bylo možné negativní příspěvek od zásob očekávat, podobně jako byl vzhledem k silné domácí poptávce očekávatelný negativní příspěvek od dovozů.

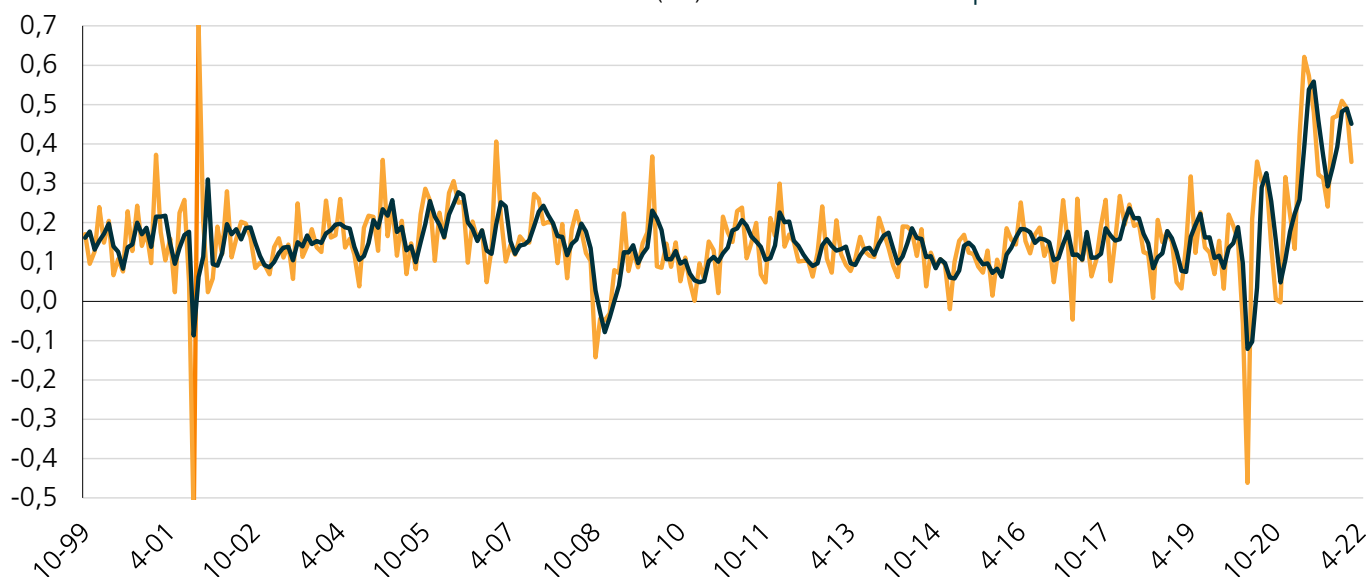
Měsíční data zveřejněná během dubna 2022 byla proinflační.

**Maloobchodní tržby** bez aut a bez paliv v prvním letošním čtvrtletí přidaly **mezičtvrtletně více než 5 %**, meziročně se i díky vysokému růstu v prvním čtvrtletí 2021 (vzpomeňme na šeky pro americké domácnosti, díky kterým v 1Q21 přidaly maloobchodní tržby 15 % q/q) udržely v solidním meziročním růstu (+6,1 %). Silný růst tržeb je výsledkem stále extrémně volné měnové a fiskální politiky, ale i dále se zlepšujícího trhu práce. V **březnu totiž míra nezaměstnanosti dosáhla hodnot (3,6 %)** z konce roku 2019 (3,5 %) a trh práce tudíž stavu plně zaměstnanosti. Klesly 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 březnu 2022 na 6,9 %** (prosinec 2019: 6,7 %). Na „**tokových**“ datech z trhu práce **pozorujeme stabilizovanou situaci**. U prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti klesl v dubnu 2022 týdenní průměr pod 180 tis., u pokračujících žádostí jsme v polovině března 2022 zaznamenali pokles na 1,5 milionu. **Růst nominální mzdy** je nadále vysoký – v posledních 6 měsících do března 2022 se nominální hodinová mzda v USA zvýšila o 2,6 %, meziročně pak o 5,6 %. Vzhledem k napjatému trhu práce a silnému sebevědomí zaměstnanců (v únoru dosáhl [počet lidí dobrovolně opouštějících zaměstnání historicky téměř maximální hodnoty 4,4 mil.](#)) to není překvapením a lze čekat, že růst mezd dále zrychlí.

**Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** po silných třech měsících (listopad: +3,2 % m/m, prosinec: +1,2 % m/m, leden: +1,5 % m/m) **v únoru 2022 poprvé od září minulého roku poklesly**, a to nejvyšším tempem (-1,7 % po revizích) od dubna 2020. Po vyloučení volatlní kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, je obrázek lepší: v únoru první, navíc velmi malý (-0,3 % m/m), pokles od února 2021. A v meziročním vyjádření byly oproti únoru 2021 takto definované jádrové objednávky koncem února 2022 vyšší o 11 %. Předběžná **březnová data**, zveřejněná 26. dubna ukázala **růst o 0,8 % m/m** u celkových a o rovné procento u jádrových objednávek; meziroční tempo růstu zpomalilo, ale stále zůstalo nad 10 %. Není divu, že se objednávkám daří – **průmyslová produkce se silným růstem v každém z prvních tří měsíců** (+1 % m/m v lednu, +0,9 % m/m v únoru i v březnu) dostala v březnu na **meziroční tempo růstu 5,5 %**.

### Meziměsíční dynamika spotřebitelské inflace v Americe stále nepolevuje

USA: Jádrová PCE inflace (%) - m/m a 3-měsíční průměr



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

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## USA

**Jádrová (PCE) inflace zůstává vysoko a její dynamika nezpomaluje.** V říjnu, listopadu, prosinci 2021 i v lednu 2022 přidala vždy 0,5 % m/m, **v únoru pak +0,4 % m/m**, za poslední půlrok tak vzrostla o 2,6 % a meziročně je jádrová cenová hladina vyšší o 5,4 %. Celková inflace vzrostla z prosincových 5,8 % přes lednových 6,1 % **na únorových 6,4 %**. A vzhledem k **vývoji cen producentů (+10 % r/r)** nejspíš není se zvyšováním spotřebitelských cen ještě konec.

**Americká centrální banka** během dubna nezasedala, následující zasedání bylo 3.–4. května. Na svém předešlém zasedání v polovině března poprvé od roku 2018 zvýšila sazby, i když jen o standardních 25 b. b. (tj., do pásma 0,25–0,5 %); pouze jeden z členů FOMC, James Bullard, hlasoval za vyšší, půlprocentní růst sazeb. Důvodem, který Powell na tiskovce po zasedání zmínil jako klíčový pro toto rozhodnutí, je „extrémně napjatý trh práce v prostředí vysoké inflace“. Prezident FEDu také nevyloučil, že další utážení politiky budou probíhat po krocích větších než standardních čtvrtprocentních. Nová projekce FEDu se také posunula o notný kus nahoru: pro letošek nyní členové FOMC očekávají dalších šest utážení měnové politiky (nad utážení provedené v březnu) a trojici utážení v roce 2023. To, jakým obrovským jestřábím přerodem FED v posledním půlroce prošel, ilustruje fakt, že ještě v září minulého roku byli členové FOMC rozpolčení v otázce, zda vůbec v roce 2022 sazby (byť jen jednou) zvednout.

## CEE3

## ČR

**Ekonomika pokračuje v solidním růstu, důvěra domácností však vlivem války na Ukrajině a růstu cen zkolabovala. Napjatý trh práce a rychlý růst mezd tlačí ČNB k dalšímu růstu sazeb.**

První data o HDP ukázala, že ekonomika dále jede, růstu cen navzdory. **Mezičtvrtletně přidala 0,7 %, meziročně pak 4,6 %**. Dle ČSÚ přispěly „K meziročnímu růstu HDP přispěly zejména výdaje na konečnou spotřebu domácností a tvorba hrubého kapitálu. Naopak přetrvával negativní vliv zahraniční poptávky“. V mezičtvrtletním srovnání byl největší příspěvek ze strany fixních investic a zahraničního obchodu. Bližší struktura bude k máni až na samém konci května.

**Měsíční data zveřejněná během dubna 2022 byla slabší.**

**Průmyslová produkce** po vcelku nepřekvapivém prosincovém poklesu (–2,7 % m/m), který následoval po dvou měsících velmi silného růstu (společně o skoro 6 %), v prvních dvou měsících letošního roku vzrostla, a to dohromady o skoro **procento**. V lednu totiž přidala 3,3 % m/m, **v únoru pak o 2,4 % poklesla**; meziroční tempo růstu produkce dosáhlo –0,3 %. Produkce motorových vozidel vinou nedostatku komponent podobně jako v předcházejících měsících poklesla (v meziročním vyjádření byl příspěvek tohoto sektoru nejnegativnější, –1,8 p. b.), kvůli počasí klesla také produkce elektřiny, plynu a tepla (příspěvek –0,8 p. b. k meziročnímu růstu). Problém s kompletací aut se projevil i v poptávce po plastových výrobcích, jejichž produkce meziročně také klesla (příspěvek –0,2 p. b. k meziročnímu růstu průmyslu).

Že se v průmyslu neblýská na výrazně lepší časy (ale že také není na horizontu kontrakce) ukazuje **index PMI**. Průměrná hodnota PMI v 1. čtvrtletí 2022 byla 56,7 bodu, v březnu však jen 54,7 bodu, tj. nejnižší od listopadu 2020. Vzhledem k tomu, že koncem února vpadla ruská vojska na Ukrajinu, je to ale ještě překvapivě dobrý výsledek. Dubnová data budou zveřejněna až 2. 5., tj. po uzávěrce tohoto vydání.

Velmi překvapivý byl ve světle dat o PMI **dubnový průzkum důvěry u firem** – dle konjunkturálního průzkumu ČSÚ totiž důvěra firem v dubnu výrazně vzrostla (16,7 bodu), a to de facto na lokální postpandemické maximum (16,8 bodu) z června 2021. To je ve světle problémů s komponentami a s válkou na Ukrajině velmi překvapivé. **U domácností** tomu bylo jinak a důvěra domácností se opět propadla. V dubnu se totiž dostala dále do záporu (–26 bodů), a tedy nejnižší od listopadu 2012.

**Celkové maloobchodní tržby se v únoru** zvedly o 0,7 % m/m, meziroční tempo růstu dosáhlo +3,8 %. Největším negativním příspěvatelem k meziročnímu růstu byly potraviny (–3,6 % r/r) a auta (–1,2 % r/r), dařilo se naopak prodejem paliv (+12,1 % r/r, primárně odraz nízké základny z roku 2021) i nepotravinářského zboží (+11,5 % r/r, opět primárně díky bazickému efektu). Výhled tržeb však zůstává velmi nejistý: jedním směrem působí masivní propad spotřebitelské důvěry, růst sazeb ČNB a růst spotřebitelských cen, směrem opačným pak výrazné úspory domácností a stále velmi expanzivní fiskální politika.

**Česká spotřebitelská inflace v 1. čtvrtletí dále zrychlila.** Poté, co v lednu 2022 dosáhlo *meziměsíční* tempo růstu spotřebitelských cen historicky bezprecedentních 4,4 % a v únoru stále vysokých 1,3 %, vzrostly spotřebitelské ceny výrazně i **v březnu**, a to o **1,7 % m/m**. Meziroční tempo (12,7 %) se dostalo na více než dvacet let neviděné hodnoty. Měnově-politická inflace dosáhla 12,4 %, jádrová inflace pak 11,4 %. Ještě horší je, že jen za posledního půl roku (4Q21–1Q22) vzrostla poptávková (jádrová) inflace o bezmála 7 %, tj. anualizované tempem skoro 14,5 %. Vzhledem k pokračujícímu růstu cen producentů se přitom nedá čekat, že jsme již na vrcholu – **ceny průmyslových výrobců vzrostly v 1. čtvrtletí o skoro 22 %, zemědělských producentů o skoro 24 %**. V obou případech tak výrazně překonaly očekávání ČNB pro 1. čtvrtletí 2022 z únorové prognózy (14,5 %, resp. 16,2 %).

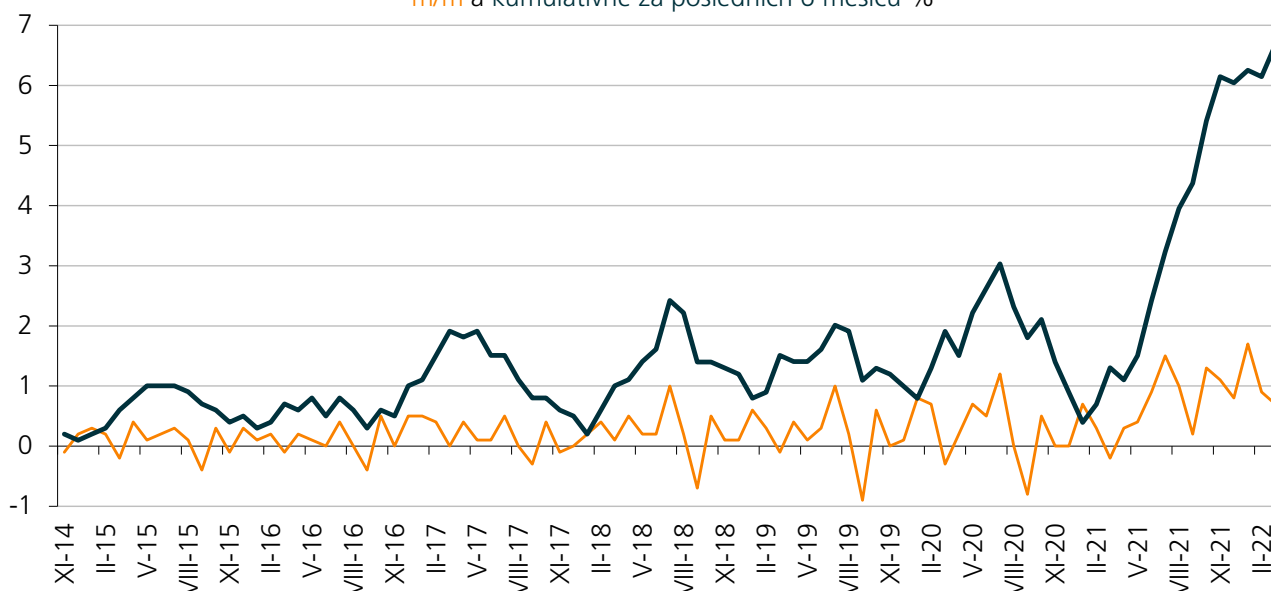
## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## ČR

Bankovní rada ČNB zasedala až začátkem května a představila novou prognózu. Na svém předešlém (březnovém) zasedání ČNB dále zvýšila sazby, a to o 0,5 p. b. na 5 %. Vzhledem k prohlášení po zasedání, v němž mimo jiného stálo, že „bankovní rada bedlivě sleduje aktuální vývoj a je připravena pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb, aby se inflační očekávání dlouhodoběji nevzdálila od 2% inflačního cíle ČNB“ nebo že „opětovné brzké obnovení cenové stability je nyní naprostou prioritou ČNB, protože jde o zcela nezbytnou podmínku pro dlouhodobou prosperitu české ekonomiky,“ bude, nestane-li se zázrak, utahování dále pokračovat. Během dubna to také naznačili někteří členové Bankovní rady ČNB: Tomáš Holub i guvernér Rusnok řekli, že další utahení, byť dle Rusnoka jen „kosmetické“, nás ještě čeká. Trhy očekávají v nejbližších dvou měsících růst sazeb o jeden procentní bod.

## Česká poptávková inflace v posledním pololetí přidala skoro 7 %.

Česká poptávková inflace (=bez paliv, nepřímých daní a potravin),  
m/m a kumulativně za posledních 6 měsíců %



Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz), dostupné ZDE.

## POLSKO

Polskou ekonomiku nadále charakterizuje silný růst průmyslu, maloobchodu i inflace. Centrální banka rychle zvyšuje sazby.

**Data o růstu polské ekonomiky v 1. čtvrtletí** budou zveřejněna až v polovině května. V minulém roce vzrostla ekonomika o 5,7 %, v posledním čtvrtletí minulého roku pak ekonomický růst dosáhl 1,7 % mezičtvrtletně a 7,3 % meziročně.

**Průmyslová produkce zaznamenala v lednu (+2,4 % m/m)**, v únoru (1,8 % m/m) i **v březnu růst (+2,2 %)**, **meziročně** pak byla koncem 1. čtvrtletí vyšší o necelých **17 %**. **Index nákupních manažerů** se, podobně jako v ČR, v březnu vlivem externích událostí **zhoršil** – zatímco ještě v prosinci 2021 dosáhl index 56,1 bodu, v březnu už jen 52,7 bodu. Nadále však, což je vzhledem k blízkosti konfliktu na Ukrajině překvapivé, zůstává v růstovém teritoriu.

**Růst reálných maloobchodních tržeb je stále silný.** Po růstu o 10,6 % r/r v lednu 2022 přidaly maloobchodní tržby v únoru meziročně 8,1 % a **v březnu 9,6 %**. Není divu – **míra nezaměstnanosti** zůstala v 1Q22 extrémně nízká, když (po očistění) **skončila v únoru i v březnu na 5,2 %**, tj. už jen o 0,1 procentního bodu nad hodnotou z února 2020. Nepřekvapí pak ani, že dále rostou mzdy – růst nominálních mezd dosáhl v březnu 12,4 %, což zaručuje, že i **reálný růst mezd zůstává kladný**.

**A samozřejmě není divu, že se v takovém makroekonomickém prostředí „daří“ inflaci.** Z rovných 5 % r/r v červenci 2021 se růstem v dalších měsících dostala inflace v lednu 2022 na 9,4 %. V únoru 2022 díky „antiinflačnímu“ štítu polské vlády (nižší spotřební daně na paliva a potraviny) poklesla na 8,5 %. Finální **březnová** data ukázala, že antiinflační štít tlumí inflaci jen dočasně – v ekonomice nadále bují endogenní inflační tlaky, které se spolu s dopady ruské invaze na Ukrajinu na ceny komodit v březnu projevily růstem spotřebitelských cen **meziměsíčně o 3,2 % (nejvíce od ledna 1996) a meziročně o 11 %**. Také poptávková inflace dosáhla hodnot (6,9 %) neviděných od 90. let. Růst cen producentů, který v březnu přesáhl 20 %, pak nenaznačuje, že bychom se měli rychle dočkat obrátu ve spotřebitelské inflaci.

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## POLSKO

**Centrální banka letos pokračuje v utahování politiky.** Růstem sazeb o 50 b. b. v lednu i v únoru dostala klíčovou sazbu na 2,75 %, v březnu pak zvýšila sazby o tři čtvrtiny procentního bodu na 3,5 % a **v dubnu o rovný procentní bod na 4,50 %**. To nebylo vzhledem k prohlášení guvernéra Glapinského řekl po březnovém zasedání (že preferuje „brzké a velké utážení“, tj. „front-loading“ měnově-politického utážení) zas takovým šokem. Centrální banka po zasedání v dubnu sdělila, že její prioritou číslo jedna je zajistit to, aby zajistila, že se stávající vysoká inflace nezabydlela v očekáváních. Což společně s relativně inertním zlotým a tím, že koncem roku vyprší další opatření v rámci tzv. antiinflačního šítu (a inflace tak zůstane dvouciferná), naznačuje že sazby půjdou ještě nahoru. Samotný guvernér oznámil, že snížení sazeb je možné nejdříve koncem roku 2023 (a dle nás přijde ještě později).

## MAĎARSKO

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

**Nová data o růstu maďarské ekonomiky v 1. čtvrtletí 2022 budou zveřejněna až v polovině května. Ve 4. čtvrtletí 2021 vzrostla maďarská ekonomika o 2 % q/q, což v meziročním vyjádření znamenalo růst o 7,1 %.** Navlas stejně tempem pak vzrostla ekonomika i za celý rok 2021. Na růstu ve 4. čtvrtletí se nejvíce podílela 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 se ekonomice v 1. čtvrtletí dařilo.**

**Maloobchodní tržby** sice v lednu poklesly o 0,2 % m/m (což byl jejich první pokles od dubna 2021), ale to bylo po silném prosincovém růstu (+1,1 % m/m) vesměs očekávatelné. **Únorový růst tržeb pak dosáhl 1,5 % m/m**, nejvíce od července 2020, což tempo meziročního růstu posunulo na 7,3 %. 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 stále velmi nízká – její průměrná hodnota za 1. čtvrtletí (3,8 %) je mnohem nižší než v letech 2013–2016 a už jen o 0,6 p. b. nad historickým minimem ze 4. čtvrtletí 2019. Meziroční tempo **růstu nominálních mezd** zůstává podobně jako v Polsku vysoké a reálný růst mezd kladný: v lednu 2022 vzrostly mzdy o 13,7 % r/r, **únorový růst mezd dosáhl bezprecedentních 31,7 %**. Důvodem takto vysokého tempa růstu **bylo zvýšení minimální mzdy a výplata odměn vojákům a policii ve výši půlročního platu**. I po očištění o tyto efekty však zůstal únorový růst mezd reálně kladný (+3–4 %).

**Maďarské průmyslové produkci** se v posledních měsících daří, a to navzdory problémům v dodavatelských řetězcích či inflaci. Prosincová de facto stagnace (+0,1 % m/m) byla totiž v prvním čtvrtletí následována silným, skoro dvouprocentním meziměsíčním růstem v lednu a **růstem o 1,6 % m/m v únoru**, což **meziroční tempo růstu dostalo na 4,2 %**.

Vývoj **indexu PMI** v Maďarsku nekoresponduje s vývojem skutečné produkce: v prosinci totiž nejdřív skoro neuvěřitelně narostl (na historické maximum 65,5 bodu), v lednu pak stejně neuvěřitelně poklesl (na revidovaných 50,9 bodu). Prosincovo-lednový výkyv tak lze ve světle dat o skutečném vývoji produkce ignorovat. Únorový výsledek (53,8 bodu po revizi) skutečné průmyslové produkci celkem odpovídal. Pokud tomu tak bude i v březnu (index PMI vyrostl na 57,6 bodu), dočkáme se od průmyslu dobrých zpráv i na konci prvního čtvrtletí.

**Celková inflace** se meziměsíčním růstem o 1,4 % m/m v lednu, o 1,1 % m/m v únoru a o **1 % m/m v březnu** dostala na **8,5 % r/r**. Navzdory ohlášenému cenovému stropu na 6 základních potravin pokračoval rychlý růst cen potravin (po +2,1 % m/m v únoru o další 2 % m/m v březnu na 13 % r/r), což lze vysvětlit tak, že prodejci se ztráty na zastropovaných cenách snažili umazat dalším zvýšením cen ostatních položek. Maďarská vláda naznačila, že ceny zůstanou zastropované i po původně ohlášeném termínu zrušení cenového stropu. Že jsou ale inflační tlaky mnohem širší než jen u potravin a paliv, je evidentní z **jádrové inflace**, která ze 7 % v únoru poskočila na **7,9 % v březnu**, tj. nejvýše od 90. let.

**Centrální banka (MNB)** po krátké lednové pauze pokračovala v únoru i v březnu v utahování měnové politiky, a to jak formou zvyšování krátkodobé (v říjnu vytvořené) týdenní facility na stahování přebytečné forintové likvidity, tak růstem základní tříměsíční sazby. Na depozitní facilitě se sazba zvyšovala během února i března každý týden – zatímco ještě 18. listopadu 2021 činila týdenní depozitní sazba 1,8 %, koncem ledna 2022 to bylo 4,3 % a koncem března dokonce **6,15 %**. **V dubnu sice k růstu této sazby nedošlo**, dle očekávání trhu (FRA ukazují někam k 8 %) se tak však již brzy stane. **Tříměsíční sazba** pak na zasedání 22. března narostla o 1 p. b. na 4,4 % **a stejným rozsahem (tj., na 5,4 %) i na zasedání 28. dubna**.

## ROPA

Po měsících pozvolného růstu se cena ropy vlivem útoku Ruska na Ukrajinu dostala v 1. čtvrtletí 2022 na hodnoty neviděné více než 10 let. Barel ropy se počátkem března obchodoval za 113 dolarů a během měsíce se podíval i na hranici 120 dolarů. Koncem března poklesla cena na úroveň 100 dolarů a kolem této hranice v úzkém rozpětí ± 5 USD oscilovala cena ropy i během dubna.

## AKCIOVÉ TRHY

Akciovým trhům se v měsíci dubnu nedařilo. Naplno se zhmotnila opatrnost investorů ohledně pokračující války na Ukrajině, zpomalujících se ekonomik, růstu nákladů a očekávaných zvyšování úrokových sazeb. Nejvíce tak ztrácely růstové akcie, jež jsou výrazněji citlivější na změnu úrokových sazeb. Také některé hospodářské výsledky za první čtvrtletí zůstaly za očekáváním analytiků (např. společnosti Netflix). Obecně se však společnostem v prvních třech měsících hospodářsky dařilo, i když pozitivní překvapení již nebyla tak výrazná jako v uplynulých obdobích. Nejlepší výsledky vykázaly sektory těžbařský, průmyslu a zdravotnictví. Promítnutí do cen akcií bylo nejhorší pro sektor kin a zábavy (meziměsíčně celý index  $-30\%$ ), kdy se lidé vrací do sálů kin jen velice pozvolna. Nejlépe se vedlo segmentu domácího nábytku (index  $+13,7\%$ ). Americký index S&P 500 tak meziměsíčně souhrnně ztratil  $8,8\%$ . Lépe se vedlo „hodnotovému“ regionu vyspělé Evropy (index DJ STOXX 600  $-1,2\%$ ). Akcie západoevropských společností si prošly výraznější korekcí již v únoru a březnu, přičemž zároveň rétorika Evropské centrální banky není tak restriktivní jako v případě amerického FEDu. V rámci evropských firem se nejhůře vedlo finančnímu a nemovitostnímu sektoru, nejlépe energetickému a zdravotnickému.

Středoevropské akciové trhy v měsíci dubnu ztrácely (index CECEUR  $-10,4\%$ ). Akcie byly tlačeny dolů negativním globálním sentimentem ruku v ruce se zhoršující se hospodářskou aktivitou a růstem inflace/ nákladů. Nejvíce tak z regionu ztrácely akcie polských růstových společností, např. elektronické tržiště Allegro (majitel Mall.cz) nebo herní vývojář CD Project ( $-30,3\%$ ). Zisky si připsaly především společnosti z energetického sektoru jako český ČEZ ( $8,1\%$ ), polská PGE ( $+8,3\%$ ) a maďarský MOL ( $+4,4\%$ ), těžící z vysokých cen silové elektřiny, resp. ropy a plynu. Obecně silně zastoupený bankovní sektor ztrácel. Investoři se i přes výrazně rostoucí úrokové sazby obávají spíše ekonomického ochlazení s následným růstem odpisu nesplacených úvěrů a poptávky po úvěrech.

Akcie na rozvíjejících se trzích klesly i čtvrtý měsíc v tomto roce, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD ztratil citelných  $5,75\%$ . Negativní sentiment pramenil především ze třech důvodů: utahování měnové politiky v USA (a s tím související silný dolar), válka na Ukrajině a obavy o udržitelnost ekonomického růstu v Číně. Asijská velmoc nadále bojuje s dosud největšími nárůsty nakažených COVID-19, například Shanghai je v uzavírci (lockdown) již od konce března. Dopady na dodavatelské řetězce a hospodářský růst tak zůstávají nejisté a jsou revidovány směrem dolů. Čínské akcie reagovaly poklesem o téměř  $5\%$  (index CSI 300). Nedařilo se ani akciím v Koreji či Taiwanu, hlavně díky poklesu producentů čipů. Předchozí zisky korigovala i Latinská Amerika. Investoři reagovali na nižší očekávanou poptávku po komoditách, především ze strany Číny. Dobrých výsledků dosáhly naopak turecké akcie, které připsaly přes  $13\%$  (v EUR).

## INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

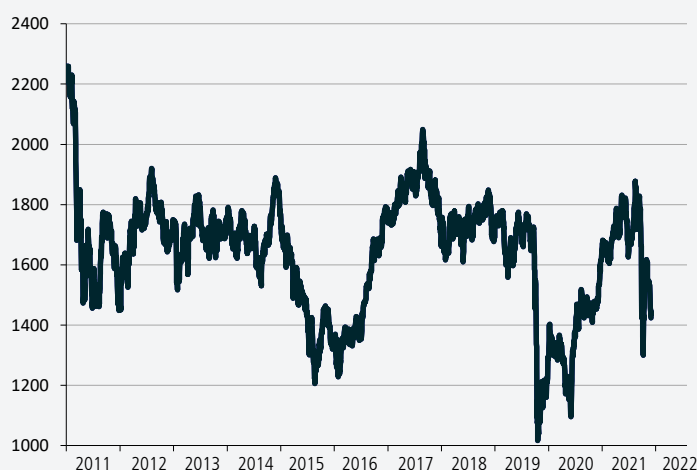
## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

## DLUHOPISOVÉ TRHY

### DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

V reakci na stále neustupující inflaci a na jestřábí signály FEDu výnosová křivka amerických vládních dluhopisů v dubnu dále neúprosně stoupala. Krátké výnosy vyrostly od konce března do konce dubna o cca 15 b. b. na 2,6 %, na dlouhém konci pak výnosy přidaly zhruba 45 b. b. na 2,8 %.

Na německých vládních dluhopisech jsme také viděli růst výnosů, ve srovnání s americkou výnosovou křivkou byl rozdíl pouze v tom, že růst výnosů byl v podstatě stejný na všech splatnostech. V silícím očekávání blížícího se nástupu zvyšování sazeb také ze strany ECB, krátkodobé EUR výnosy vyrostly o 25 b. b. na +0,2 %, na dlouhém konci křivky pak výnosy poskočily o 35 b. b. na +0,9 %.

### DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Na trhu korporátních dluhopisů v eurozóně i v USA byl po většinu dubna vývoj negativní. Na výnosech zejména spekulativních dluhopisů se konečně podepsala přísnější měnová politika, která se pomalu i ve vyspělém světě stává nastupující realitou.

Tzv. total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v EUR i v USD oproti konci března výrazně klesl, a to o 2,7 %, resp. 3,9 %. V případě investičního stupně byla samozřejmě situace horší na dolarových instrumentech než na instrumentech denominovaných v euro: TRI poklesl o 6,6 % u dolarových dluhopisů, zatímco u eurových stagnoval.

Kreditní prémie u investičních dluhopisů denominovaných v EUR po lednovém růstu o 24 % a únorovém růstu o dalších 21 % (čímž se dostaly nejvýše od června 2020) v březnu poklesly (-12 %), v dubnu však opět masivně vzrostly (+24 %). U kreditních premií spekulativních dluhopisů byl vývoj kvalitativně stejný: po růstu o 33 % v lednu a o 37 % v únoru (na nejvyšší úroveň od podzimu 2020) přišel v březnu pokles o 29 %, posléze však opět dramatický růst (+54 %).

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka se v dubnu posunula paralelně vzhůru. Na krátkém i dlouhém konci výnosy vyrostly o cca 30–40 b. b., čímž se dostaly na 5,3 %, resp. 4,3 %. Křivka tak zůstávala výrazně inverzní.

### DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

A inverzní byla i polská výnosová křivka, její pohyb vzhůru byl však o poznání výraznější. Během dubna vlivem vysoké inflace a růstu sazeb (i tržních očekávání na další růst sazeb) vzrostly výnosy napříč splatnostmi o cca 90–100 b. b. Na dlouhém konci jsme tak zaznamenali růst desetiletých výnosů nad 6,3 %, na krátkém dokonce na dohled 6,7 %.

### DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

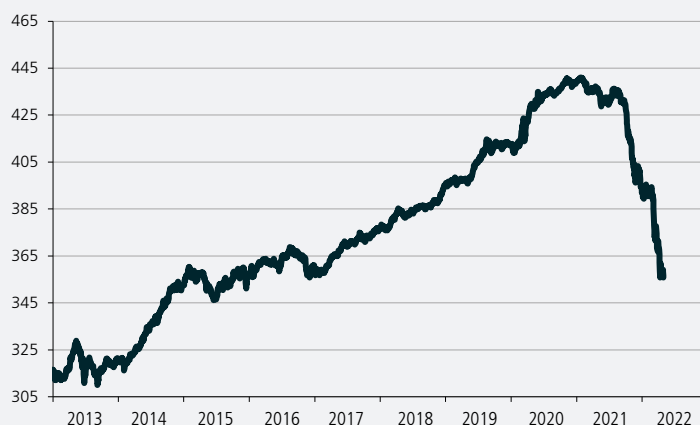
Momentum války na Ukrajině se v průběhu dubna drželo, alespoň pro tuto chvíli, na straně Ukrajiny. Ruská armáda byla v důsledku neschopnosti obsadit (či jen obklíčit) hlavní město, přetrvávajícím logistickým problémům a tuhému odporu ukrajinské armády nucena stáhnout se od Kyjeva a v současné době se přeskupuje. Lze očekávat opětovné plné nasazení v jihovýchodní části země s cílem udržet Doněcko-Luhanskou oblast a pobřeží Černého moře. Vývoj (zejména v nejužších kremelských kruzích) je ale nepřehledný a možných scénářů je vícero.

#### INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

##### BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



##### BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg



## DLUHOPISOVÉ TRHY

Ceny ukrajinských dluhopisů (v USD) se během dubna pohybovaly mezi 30–45 % nominální hodnoty. V rámci lokálních UAH vládních emisí byl aktivní jen primární trh v podobě vydávaných válečných dluhopisů, nicméně za výnosové úrovně z doby před vypuknutím válečné agrese. od začátku války umístilo ministerstvo financí na trh dluhopisy v hodnotě necelé 2 mld. USD.

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 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 anexi necelých 20 %. Nynější konflikt bude díky svému rozsahu znamenat ještě výrazně větší bezprostřední pokles, který se promítne minimálně do celého letošního roku. Přestože jak celá ekonomika i veřejné finance a bankovní sektor jsou v 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.

## MĚNY

Dolar proti euru během dubna posiloval. V prvních dvou březnových dekádách to bylo nejdřív posilování opatrné, v poslední dekádě zesílilo očekávání rychlejšího růstu amerických sazeb, což společně s nadále holubičí ECB vedlo k posílení až na hladinu 1,05 USD/EUR.

U středoevropských měn byl vývoj v dubnu v zásadě podobný. Česká koruna většinu měsíce oscilovala kolem 24,40, v samotném závěru dubna však na ní dolehl posilující dolar a oslabila ke 24,70 CZK/EUR. Polský zlotý většinu dubna jen lehce poskakoval pod hranicí 4,65, v poslední dekádě se pak podíval přes 4,70 PLN/EUR. Nic mu nejsou platné ani vysoké sazby. Ostatně, to samé platí i pro maďarský forint. V dubnu se sice k únorovým historickým minimům (bezmála 400 HUF/EUR) nepřiblížil, ale že by mu vysoké sazby daly křídla, také nelze říct: koncem měsíce byl na hladině 380 forintů za euro.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

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

Zprv je zde velmi silná 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 zrovna nemusí. Vláda se totiž opozicí nechává tlačit do rozpočtové negativních opatření (snižování spotřební daně na paliva, pět tisíc pro skoro všechny rodiny s dětmi), na straně příjmů však žádná opatření k jejich zvýšení nedělá.

Zadruhé, Česká republika vykazuje stále vysokou míru inflace i v její poptávkové složce, která je už nyní výrazně nad 10 % a určitě dále poroste. Nadto, vysoká tempa růstu energetických surovin zvýší celkovou 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. Jinými slovy, je dost možné, že sazby ČNB ještě dále vzrostou a velmi vysoké zůstanou nejen po zbytek letošního roku, ale i v roce 2023.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v USA a eurozóně a FED již začal, byť opatrně, s růstem sazeb. Když se konečně k akci rozhoupe i ECB, bude to pro regionální měny negativní; ze slabosti měn pak plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich sazby.

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 ještě dále růst.

### DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

I polské dluhopisy mají ještě potenciál k dalšímu (pravděpodobně už však jen omezenému) růstu výnosů. Inflace je velmi vysoko, s invazí Ruska na Ukrajinu se pak ještě zvýšila. Zlotý zůstává velmi slabý, polská vláda navíc svými anti-inflačními balíčky prohlubuje deficit (a tudíž zvyšuje nabídku dluhopisů).

### DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Tržní ocenění ukrajinských dluhopisů (v USD) se pohybuje v rozmezí 25–40 %, nicméně s lokálními dluhopisy (v UAH) aktuálně nelze obchodovat vůbec, respektive probíhá pouze aktivita na primárním trhu. Ministerstvo financí emituje speciální válečné dluhopisy, které jsou vydávány s fixním výnosem kolem 11 %. Domácí banky a částečně i zahraniční subjekty takto od začátku války umístili přes 1,8 mld. USD. Vzhledem k podpoře západu a nadnárodních měnových institucí lze reálně očekávat (pokud Ukrajina přetrvá jako nezávislý stát) normalizaci ocenění a návrat aktivity i na sekundární trh. 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 přetrvávání samostatné Ukrajiny.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Státní infrastruktura prozatím pracuje a není plánována žádná restrukturalizace ani odsunutí splatných závazků. Během března byly 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 dojednáno dočasný pohotovostní program na zajištění likvidity s centrální bankou.

Současně probíhají rozhovory s MMF a mezinárodními finančními institucemi o uvolnění současných či nových zdrojů (1,4 bn USD z SDR). V uplynulých týdnech byly okamžitě přislíbeny půjčky v hodnotě přes 20 mld. USD (Kanada, US, EU, EBRD, EIB, Světová banka a další). Americká vláda uvolnila balíček 33 mld. USD, z čehož 8,5 mld. USD bude čistě ekonomická pomoc. Aktuální měsíční potřeba ukrajinského rozpočtu se pohybuje mezi 3 a 7 mld. USD a je financována aktivitou ministerstva financí, centrální banky a zahraniční pomocí.

## MĚNY

U kurzu eura proti dolaru se naplnila některá očekávání, že nástup cyklu růstu amerických sazeb a zvýšení odhadovaného vrcholu cyklu posune dolar pod 1,10 USD/EUR. Stávající úrovně jsou dle nás ze střednědobého hlediska nicméně příliš silné, neboť postupně dojde i u eurových sazeb k tomu, co jsme viděli u sazeb dolarových, tj. k nárůstu očekávání jejich budoucí výše a započetí cyklu růstu měnově-politických sazeb. Než se tak stane, bude očekávaný úrokový diferenciál prozatím působit ve prospěch dolaru. ECB však postupně může začít překvapovat razancí své měnově-politické otočky. Střednědobě je navíc euro fundamentálně podhodnoceno a podíl držby eura mezinárodními investory je v současnosti podprůměrný. Společně s postupným odmazáváním zvýšeného geopolitického rizika v souvislosti s válkou na Ukrajině tyto faktory dle našeho názoru v delším horizontu převládnu a povedou k postupnému posilování eura k dolaru zpět do pásma 1,10–1,20 USD/EUR.

Koruna pro letošek pravděpodobně svůj apreciační potenciál z velké části vyčerpala. S výrazným přehodnocením výhledu na sazby FEDu i (postupem času) ECB, ergo s redukcí očekávaného úrokového diferenciálu mezi korunou a dolarem či eurem, s neochotou ČNB systematicky použít na posílení koruny své devizové rezervy, či s nejvyšší inflací v regionu nevidíme letos příliš prostor pro další posílení koruny. Divokou kartou, ve prospěch kurzu koruny, nicméně zůstává agresivní ČNB, tj. pokračování jejího výrazného růstu sazeb (kupř. na 8 %).

Polský zlotý je v o něco horší situaci než česká koruna – za války, která je Polsku blíží než třeba ČR, bude silnější úrovně prozatím spíše vyhlížet, naproti tomu v oslabování mu budou bránit zásahy NBP (devizové intervence a/nebo růst sazeb) a fundamentální podhodnocení. Až v případě míru vidíme pro letošek prostor k tomu, aby svou roli sehrál úrokový diferenciál a fundamenty, a aby tak zlotý posílil. Vzhledem k očekávanému nárůstu eurových sazeb / výnosů však vidíme prostor spíše pro omezené posílení, lehce pod 4,50 PLN/EUR.

Maďarský forint je sice nyní měna s nejvyšším úročením, ale blízkost Orbánova režimu Rusku na pozadí ruské agrese na Ukrajině budou pro forint letos negativní. I v případě uklidnění čekáme v nejlepším návrat mezi 350 a 360 forintů za euro.

## AKCIOVÝ TRH

Následný vývoj akciových trhů je nadále z krátkodobého hlediska nejistý. Scénářů dalšího vývoje situace na Ukrajině je mnoho, stejně tak možných dopadů na akciové trhy. Dále tak bude záležet na tom, kdy dojde k ukončení bojů a finální dohodě mezi Ruskem a Ukrajinou. Dopady na ekonomické vazby mezi Evropou, Ukrajinou a Ruskem budou značné, což poskytne příležitosti pro mnohé společnosti. Negativních dopadů však budeme také svědky, primárně na straně dodavatelských řetězců, vysokých cen komodit a jiných exportních a importních omezeních. Západní svět si uvědomil rizikovost autoritářských režimů, na jehož základech bude postupem času docházet k orientaci na větší lokálnost výroby. Z těchto důvodů jsme pozitivní na západoevropské akciové trhy, které se navíc obchodují na zajímavých hodnotových ukazatelích. Krátkodobě však budou akcie pod tlakem z důvodu očekávaného ekonomického útlumu, rostoucích úrokových sazeb, vyšších nákladů a slábnoucího spotřebitele. Avšak i tentokrát věříme, že po slabším období nakonec vyjdou ekonomiky, domácnosti i akciové trhy silnější a zdravější než tomu bylo v minulosti.

Mnoho akcií spadlo bezdůvodně pod své vnitřní hodnoty a tak preferujeme aktivní výběr akcií před pasivním zainvestováním. Domácnosti si v průběhu dvou let vytvořily solidní úspory, ty se však budou v následujících měsících tenčit na úkor rostoucích cen komodit, energií, potravin a jiného zboží. Dopady na jednotlivé ekonomiky a společností budou individuální. Lépe by si tak mohla vést, od Evropy, vzdálenější americká ekonomika. Evropa naopak může ve střednědobém horizontu nedávného „sjednocení“ svých občanů a politiků, přičemž zároveň bude docházet k novým potřebným investicím v mnoha sektorech. Z toho bude těžit také region střední Evropy, který je stále co se týká výrobní nákladů levným regionem, s velice šikovným lidským kapitálem a evropskými institucemi.

## 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)