

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	–4,87 %	USA	–2,21 %	USD/EUR	–2,49 %	Ropa Brent	9,73 %
Evropa – DJ Stoxx 600	–1,74 %	Evropa	–2,66 %	CZK/USD	4,09 %	Zemní plyn	5,82 %
Japonsko – Nikkei225	–2,34 %	ČR	–1,48 %	CZK/EUR	1,46 %	Sil. elektřina	–9,87 %
MSCI Emer. Mark.	–2,81 %	Polsko	0,56 %	PLN/EUR	3,40 %	Zlato	–5,08 %
ČR – PX	0,64 %	Maďarsko	–0,49 %	HUF/EUR	2,17 %	Stříbro	–8,26 %
Polsko – WIG30	–5,54 %	Turecko*	–13,15 %	TRY/EUR	0,13 %	Měď	–2,15 %
Maďarsko – BUX	0,11 %	* BofA Merrill Lynch index					

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ekonomika dle předstihových indikátorů slábne, překvapivě nízká byla koncem třetího čtvrtletí i inflace. ECB se však se sazbami dolů hned tak nechystá.

Mezičtvrtletní tempo růstu HDP dosáhlo dle druhého odhadu ve **2. čtvrtletí 2023** tempa +0,1 %, což znamenalo, že meziročně ekonomika vzrostla o 0,5 %. Dařilo se zejména Španělsku, jehož ekonomika vzrostla o 0,5 % q/q (tj. stejným tempem jako v přecházejících třech čtvrtletích), ale i Francii, která (po shodném růstu o 0,1 % q/q ve 4. čtvrtletí minulého i v 1. čtvrtletí letošního roku) přidala ve druhém čtvrtletí rovněž 0,5 % q/q (a tedy 0,9 % r/r). Německá ekonomika po dvou předcházejících čtvrtletích mírného poklesu ve druhém čtvrtletí letošního roku stagnovala, italská ekonomika po silném prvním čtvrtletí (+0,6 % q/q) poklesla o 0,4 %.

Struktura dat ukázala, že mezičtvrtletnímu růstu nejvíce pomohl růst zásob (+0,43 p. b.). Poptávka domácností pak podruhé v řadě růstu nic nepřidala, ale ani neubrala. Největším negativním přispěvatelem k mezičtvrtletnímu růstu ve 2. čtvrtletí byl vývoz (–0,38 p. b.).

Tvrdá data zveřejněná během září byla slabá.

Maloobchodní tržby poté, co v prvním čtvrtletí přidaly 0,3 % q/q a ve druhém 0,8 % q/q, **počátkem třetího čtvrtletí poklesly o 0,3 % m/m. Meziroční tempo růstu dosáhlo v červenci –1 %**. Srpnová data asi budou rovněž slabá, jelikož dle předběžných dat poklesly tržby v Německu (–1,2 % m/m) i ve Francii (–2,8 % m/m).

Trh práce však zůstává nadále silný. Míra nezaměstnanosti byla během celého prvního pololetí 2023 poblíž historických minim: **průměrná hodnota dosáhla 6,5 %**. V červnu a v červenci pak **míra nezaměstnanosti klesla na historické minimum 6,4 %**. Nejnížší z velkých zemí je míra nezaměstnanosti stále v Německu (od dubna se drží na 2,9 %), nejvyšší ve Španělsku (kde v červenci dosáhla 11,6 %). **K nelibosti ECB, vzhledem ke stavu trhu práce ovšem vcelku pochopitelně, dále rychle rostou mzdy**. Index sjednaných mezd, který sleduje ECB, přidal v 1. i ve 2. čtvrtletí meziročně 4,3 %, což je historicky nejvyšší tempo jeho růstu. Nominální náklady práce pak v prvním čtvrtletí přidaly meziročně 5,3 % (a ve službách 5,5 %), ve druhém pak 4,5 % (ve službách 4,8 %). Kvartální dynamika nominálních nákladů práce činí zhruba +1 %.

Průmyslová produkce během **druhého čtvrtletí přidala 1,8 % q/q** (po poklesu o 2,3 % v 1. čtvrtletí), počátkem třetího čtvrtletí pak poklesla o 1,1 %. Na červencovém poklesu mělo největší zásluhu Německo, jehož průmysl ztratil počátkem léta 1,6 % m/m a v posledních třech měsících tak skoro 3 %. Meziroční tempo dosáhlo počátkem 3. čtvrtletí –2,2 %.

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu pak naznačuje, že s poklesy ještě nemusí být konec. PMI totiž ve třetím čtvrtletí dosáhl v průměru 43,2 bodu (oproti 44,7 bodu ve druhém čtvrtletí či 48,2 ve čtvrtletí prvním). **Zářijová hodnota 43,4 bodu byla stejná jako v červnu** a jen kousek od červencového tříletého minima. Hlavním viníkem slabosti jsou nízké objednávky, a to jak domácí, tak exportní.

Další mírné zhoršení jsme zaznamenali koncem třetího čtvrtletí i u **indexu IFO**, který mapuje podmínky v největší ekonomice eurozóny. Po ruské invazi na Ukrajinu v únoru 2022 se **očekávání měřená v rámci tohoto indexu** zhroutila a začala klesat; klesala pak v podstatě po celý zbytek minulého roku, až se dostala na říjnové historické minimum 76,5 bodu. Tomuto vývoji však odpovídalo jen velmi pozvolné zhoršování hodnocení stávající situace: firmy prostě byly pesimistické ohledně budoucnosti, byť stávající vývoj tak špatný nebyl. Od listopadu minulého roku se pak index ve složce očekávání začal kontinuálně zlepšovat, v dubnu letošního roku se dostal na 92,2 bodu, tj. jen 6 bodů pod předinvasní hodnotou z února 2022. Od května však pozorujeme opětovný **návrat pesimismu** – **subindex očekávání** se od dubna setrvalým poklesem dostal až na **necelých 83 bodů v září**, tj. nejnižší od listopadu 2022. Hodnocení stávající situace v posledních měsících však na rozdíl od minulého roku tentokrát vývoj subindexu očekávání kopíruje: **v září dosáhl index hodnotící stávající situaci nejnižší hodnoty (88,7 bodu) od srpna 2020**.

I v sektoru služeb v rámci PMI došlo letos ke znatelnému zhoršení. Poté, co se v dubnu letošního roku hodnotou 56,2 bodu dostal index PMI ve službách nejvýše od dubna 2022, v dalších měsících jen klesal. **V září** se dle předběžných dat index oproti srpnu

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

(47,9 bodu) sice **trochu zlepšily (na 48,4 bodu)**, ale nadále **zůstává v pásmu kontrakce**. Prohloubila se slabost objednávek: pokud bychom vyloučili období pandemie, kde spousta provozoven zavřená být musela, pokles nových objednávek, který nyní v PMI pozorujeme, je nejvýraznější od května 2013. Ještě prudší je pak pokles nových exportních objednávek.

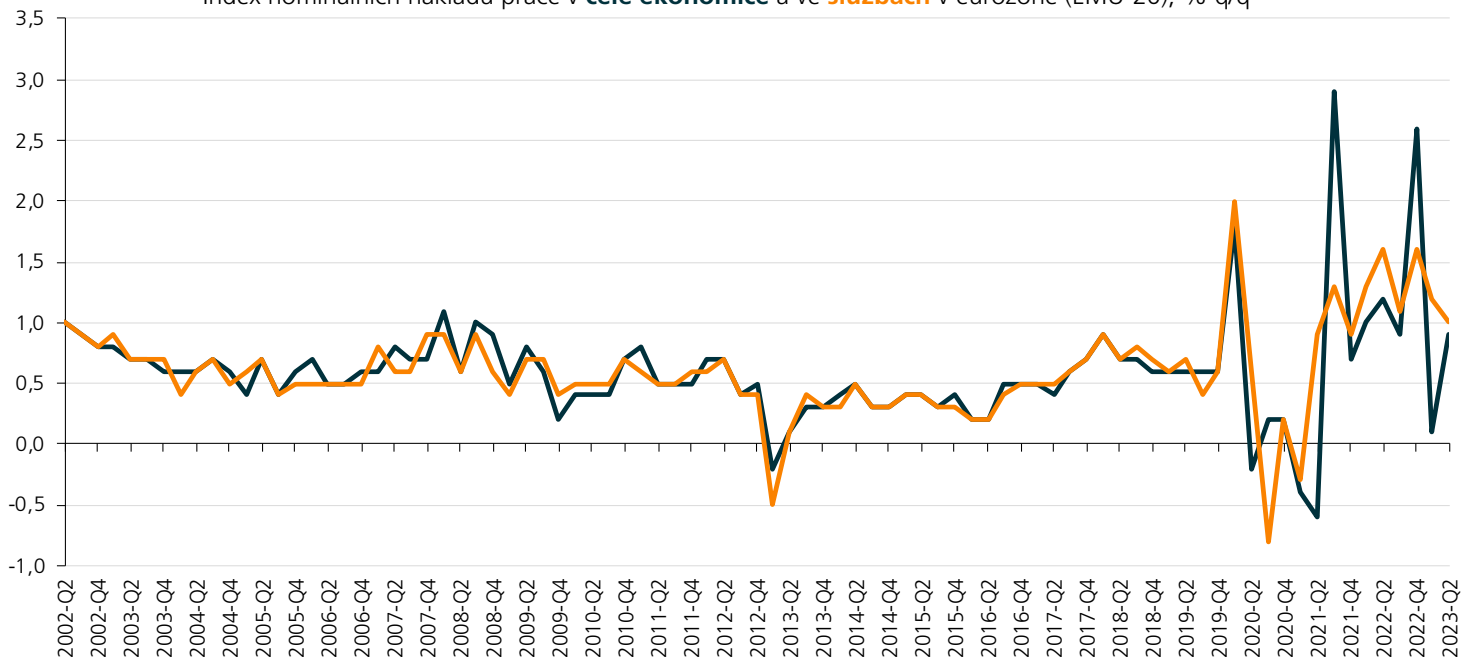
Této slabosti, kterou indikují firmy, si „konečně“ všimly i domácnosti. **Důvěra domácností** se totiž od září minulého roku prakticky nonstop zlepšovala. Z historického minima dosaženého v září 2022 (–28,7 bodu) se kontinuálním růstem dostala **v červenci letošního roku až na –15,1 bodu**, byť tou dobou už předstihové indikátory (PMI) několik měsíců indikovaly zpomalování. Oněch –15 bodů sice z historického hlediska bylo stále nízko (dlouhodobý průměr je –10 bodů), ale už to byly hodnoty vyšší, než hodnoty, které byly zaznamenány během finanční krize v letech 2008–9 či během dluhové krize v letech 2011 až 2013 (kdy se důvěra domácností pohybovala kolem –20 až –22 bodů) a jen o cca 5 bodů pod předinvasní úroveň z února 2022. **V srpnu a posléze zejména v září však došlo k poklesu: koncem 3. čtvrtletí poklesla důvěra domácností na –17,8 bodu.** Vzhledem k tomu, co indikuje PMI, očekáváme, že se i tento ukazatel (který hledí spíše dozadu než dopředu) bude v dalších měsících zhoršovat.

Inflace byla v září překvapivě nízká. Jádrová inflace totiž v září dosáhla atypicky nízké hodnoty +0,2 % m/m (předpandemický průměr z let 2008–2019 je pro září +0,5 % m/m). V posledních třech měsících dosáhla tedy sezonně očištěná jádrová inflace +0,7 %, což je nejpomalejší kvartální tempo od listopadu 2021. Meziroční tempo celkové i jádrové inflace dosáhlo v září 4,3 %.

ECB v září zvýšila sazby o dalších 0,25 p. b. na nejvyšší hodnotu vůbec (tj. depozitní sazbu na 4 %). Tiskovka byla sice holubičí („dosavadní zvýšení sazeb má podstatný dopad na inflaci“), ale [Lagardeová](#) dodala, že ECB „nemůže říct, že jsou sazby již na vrcholu“, jelikož trh práce je stále moc silný: („Když se podívám na svá čísla, máme růst mezd +5,5 %, růst participace +0,2 % a nejnižší nezaměstnanost v historii.“) Pár dní poté se pak ozvala trojice centrálníbankéřů s tím, že pokud bude pokračovat růst mezd a inflace bude perzistentní, další růst sazeb v prosinci nevyklučují.

Index nominálních nákladů práce stále roste rychlým tempem.

Index nominálních nákladů práce v **celé ekonomice** a ve **službách** v eurozóně (EMU-20), % q/q



USA

Zdroj: ECB (dostupné [ZDE](#))

V datech zatím pozorujeme měkké přistání ekonomiky: trh práce zpomalil, ale nikoliv natolik, aby vytvořil nezaměstnanost, spotřeba domácností i průmyslu mírně rostou.

Růst americké ekonomiky zůstal ve druhém čtvrtletí opět kladný, když anualizované mezičtvrtletní tempo růstu dosáhlo dle druhého i dle třetího odhadu **+2,1 %** (což bylo o 0,3 p. b. méně než dle odhadu prvního). I když se dle třetího odhadu celkové tempo růstu oproti druhému odhadu nezměnilo, struktura změn doznala, a to v protiinflačním směru. Zatímco ve druhém odhadu byl příspěvek poptávky domácností +1,1 p. b., dle třetího už jenom +0,55 p. b. Naopak narostl příspěvek hrubých fixních investic (z +0,6 p. b. na +0,9 p. b.), stejně jako příspěvek čistého exportu (z –0,2 p. b. na 0 p. b.).

Měsíční data zveřejněná během září 2023 byla dobrá.

Reálné maloobchodní tržby poté, co rostly během prvního i druhého čtvrtletí (+0,3 %, resp. +0,6 %), zůstaly v kladném růstovém tempu i počátkem čtvrtletí třetího, když po červencovém růstu o 0,3 % m/m v srpnu jen mírně (o 0,1 % m/m) poklesly.

Meziroční tempo růstu je sice mírně záporné (–1,2 %), ale jak patrně z kvartální dynamiky letošního roku, je to hlavně odrazem slabosti ve (zejména) 4. čtvrtletí roku 2022, kdy tržby klesly o 1,8 % q/q.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Setrvalou zásluhou na dobrém letošním vývoji má trh práce, který je stále nejsilnější za 50 let, byť jeho ochlazování již v číslech vysledovat lze. **V srpnu sice míra nezaměstnanosti** oproti červenci znatelně **vzrostla** (z na 3,5 % **na 3,8 %**), ale to bylo skoro celé jenom důsledkem růstu míry participace na postpandemické maximum 62,8 % (z 62,6 % v červenci); taková hodnota míry participace je už jen 0,1 p. b. pod předpandemickým průměrem let 2013–2019. Mírně samozřejmě narostly v srpnu 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 červenci 6,7 %, **v srpnu pak 7,1 %**.

Stále také pokračovala tvorba pracovních míst, byť zde bylo znatelné zpomalení – **v posledních 3 měsících do srpna** vytvořila ekonomika průměrně **140 tis. míst měsíčně**, což je silně pod průměrem druhé poloviny minulého (317 tis. měsíčně) i první poloviny letošního (204 tis.) roku. Je to také pod standardním tempem let 2011–2019, během kterých byl průměr tohoto ukazatele 190 tis. měsíčně. Dle průzkumu JOLTS **v srpnu** opět dále **klesla míra volných pracovních míst**, která dosáhla (po sezonním očistění) 5,3 %. To je sice znatelně méně, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022), ale stále o 1,5 p. b. výše než dvacetiletý předpandemický průměr. Míra dobrovolných odchodů z práce rovněž zpomalila (na 2,4 %), stále je však výše než historický průměr, beze změny (na 1 %, a tedy o třetinu pod historickým průměrem) je míra nucených odchodů z práce. **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti je stále nízký**, dokonce klesá: z průměrných 255 tis. v červnu dosáhl **v září 211 tis.** To jsou z historického hlediska hodnoty velmi daleké typickým recesním úrovním (> 450 tis.). Podtrženo, sečteno: míra tvorby pracovních míst sice zpomalila, míra destrukce pracovních míst je však stále minimální a neindikuje žádnou recesi.

Růst mezd zůstává relativně rychlý. Dle dat [Atlantského FEDu](#) (založených na průzkumu Current Population Survey, neboli CPS) dosáhl růst mezd **v srpnu 2023 +5,3 % r/r** (vs. +6,7 % v srpnu 2022), dle dat z tzv. Current Employment Statistics (CES) se ve třech měsících do srpna dostalo čtvrtletní tempo růstu na +1,1 % (resp. pololetní na +2,1 %), což znamená, že kvartální tempo je stejné jako ve 3. či 4. čtvrtletí 2022. Meziročně bylo pak tempo dle CES +4,3 %.

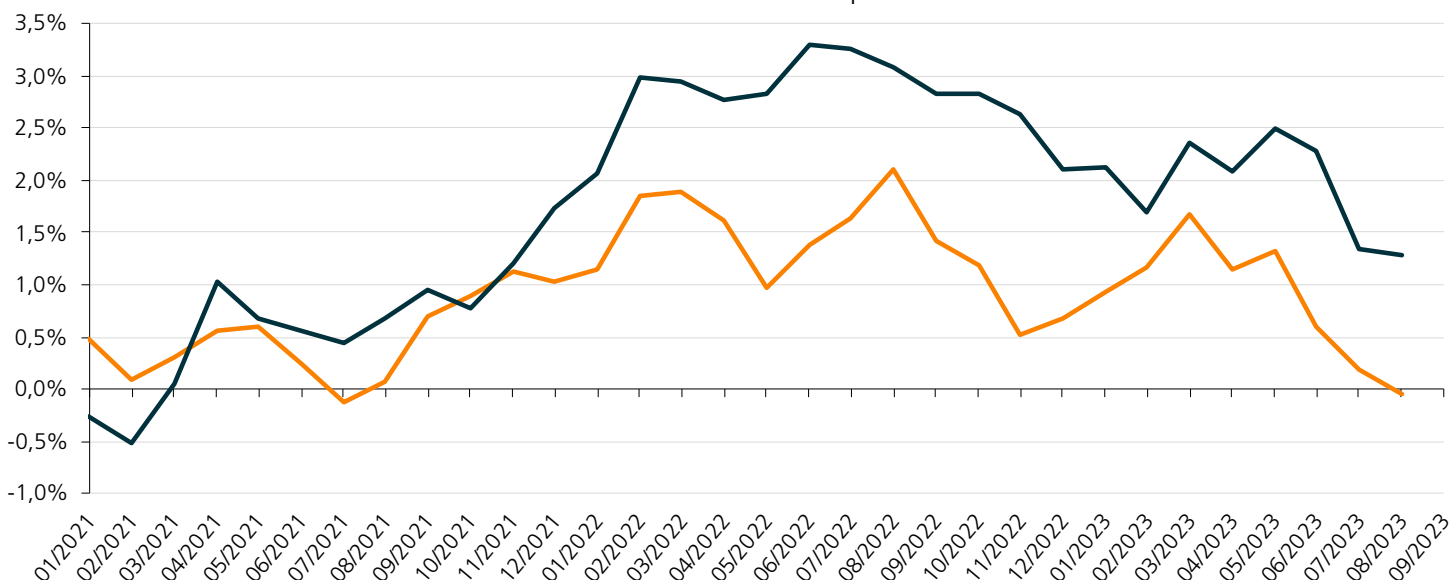
Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v srpnu po červencovém poklesu o 5,6 % m/m **v podstatě stagnovaly** (+0,2 % m/m), což ale bylo po bezmála osmiprocentním růstu ve Q23 u této volatilní kategorie, zahrnující i letadla a zbraně, očekávatelné. Lepším ukazatelem jsou objednávky bez těchto volatilních kategorií: u nich mezičtvrtletní tempo růstu ve Q23 dosáhlo +0,8 % a v prvních 2 měsících třetího čtvrtletí pak +0,5 % m/m. Meziročně jsou pak tyto objednávky o 0,3 % vyšší. **Reálná průmyslová produkce** po slabém druhém čtvrtletí (–0,3 % q/q) **začala třetí čtvrtletí výborně**: díky růstu o 0,7 % v červenci a 0,4 % v srpnu je tak zatím **o 1,1 % oproti konci druhého čtvrtletí vyšší**.

Jádrová PCE inflace v srpnu zpomalila na +0,1 % m/m, což byla její nejnižší hodnota od listopadu 2020. Toto zpomalení přišlo po dvou předcházejících měsících tempa růstu o 0,2 %. Další dobrou zprávou pro FED je pokračující **decelerace tempa růstu cen tržních služeb**. Zatímco v prvním čtvrtletí vzrostly tržní služby o 1,7 % q/q a ve druhém o 0,6 % q/q, za poslední tři měsíce do srpna bylo toto tempo dokonce záporné (–0,1 %). Takový vývoj je ve světle síly trhu práce vcelku překvapivý, zda je však udržitelný, se teprve ukáže.

Americká centrální banka v září ponechala sazby bez změny (v pásmu 5,25–5,5 %), v nové prognóze však udělala dvě změny. Zprv, posunula nahoru (do pásma 5,5–5,75 %) vrchol sazeb v letošním roce (a tedy i v tomto cyklu). Zadruhé, opět se prodloužilo období, po které zůstanou sazby vysoko. Zatímco v červnové predikci měli jednotliví členové FEDu za to, že sazby budou v roce 2024 na úrovni 4,6 % (vs. 4,3 % v predikci březnové), v září už byl medián jejich očekávání na úrovni 5,1 %. Jinými slovy, FED nám vzkazuje, že tento cyklus nebude ve stylu rychle nahoru, rychle dolů, ale že sazby (jsou-li vůbec již na svém vrcholu) na něm zůstanou dlouho.

Inflace v tržních službách překvapivě rychle zpomalila.

Americká PCE inflace v tržních službách v posledních 3 a 6 měsících



EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Maloobchodní tržby se zpomalující inflací dále ožívají, v průmyslu však předstihové indikátory ukazují na slabost. Centrální banka zatím zůstává se sazbami na sedmi procentech.

Růst HDP ve druhém čtvrtletí dosáhl dle finálních dat **0 % q/q (-0,6 % r/r)**. Dle struktury zveřejněné již v srpnu se na růstu podílela kromě fixních investic také poptávka domácností, která poprvé od konce roku 2021 mezičtvrtletně vzrostla, a to o 0,3 % q/q. Negativně se na kvartálním růstu podepsal export, který poklesl o 0,5 % q/q. Zatímco samotné tempo růstu nebylo překvapivé, fakt, že se k reálnému růstu vrátila poptávka domácností, už ano. Podle finálních dat zůstala také velmi vysoká míra úspor: ve druhém čtvrtletí dosáhla míra úspor nejvyšší hodnoty (18,8 %) od druhého čtvrtletí 2021 (20 %). Za období od druhé poloviny 2021 (včetně) do druhého čtvrtletí 2023 tak její průměrná hodnota činí 17,2 %; předpandemický průměr z let 2005–2019 byl přitom 12,2 %.

Měsíční data zveřejněná během září byla smíšená – slabý průmysl i předstihové indikátory, ale další oživení tržeb v maloobchodě.

Průmyslová produkce během druhého čtvrtletí zaznamenala mírný růst, když díky růstu v květnu (+1,5 % m/m) a v červnu (+0,9 % m/m) přidala za celé čtvrtletí 0,4 % q/q. V prvním pololetí pak produkce vzrostla o 0,2 % a jeho koncem byla meziročně vyšší o necelé procento. **Počátek třetího čtvrtletí byl sice slabý, když produkce poklesla o 2,6 % m/m** (a o 2,8 % r/r), ale to bylo slovy ČSÚ důsledkem „výroby a rozvodu elektřiny a plynu, kde se projeví delší letní odstávky“. Patrná však byla (po silném druhém čtvrtletí) i odstávka v automobilkách: zpracovatelský průmysl totiž v červenci poklesl o 3,8 % m/m (a o 1,1 % r/r).

Letošní vývoj tak (nebude-li se červencová slabost opakovat v dalších měsících) stále kontrastuje s vývojem indexu PMI. Ten totiž ve 2. čtvrtletí setrval hluboko pod 50, když dosáhl průměrné hodnoty 41,7 bodu, a za červenec a srpen 42,2 bodu. S takovými hodnotami jsme měli již nejpozději ve 2. čtvrtletí vidět meziroční poklesy produkce o 6–7 %, nikoliv kladná tempa růstu. Ani tempa poklesu z července, navíc notně ovlivněná odstávkami nesouvisejícími s poptávkou, neukazují na šestiprocentní či sedmiprocentní meziroční pokles ve 3Q23.

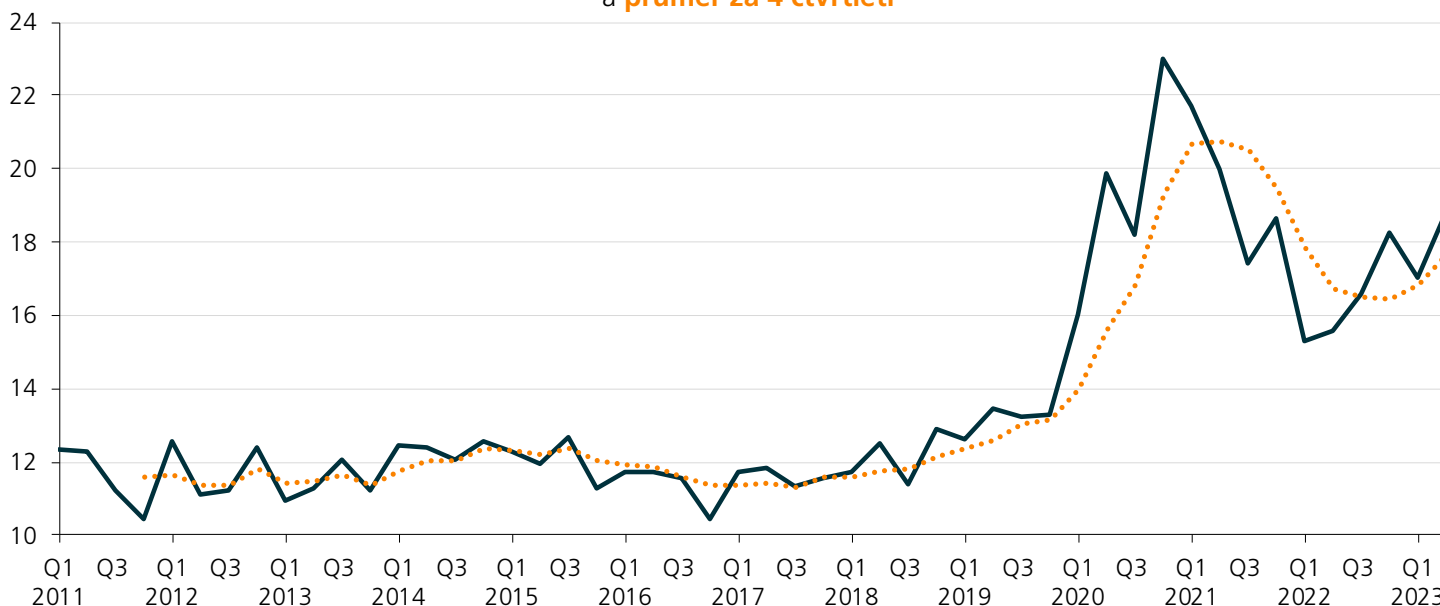
Že to v průmyslu sice není žádná katastrofa, ale že se tam situace přece jenom letos zhoršil ukazuje **index důvěry měřený ČSÚ**. Zatímco v lednu byla důvěra firem kolem 5 bodů, volatilním vývojem **se v srpnu dostala na 0**. Takovou hodnotu jsme s výjimkou covidu viděli naposledy na přelomu let 2012 a 2013. **Spotřebitelská důvěra** od dubna, kdy se dostala na předinvazní hodnotu z února 2022, osciluje kolem hranice -20 bodů.

U maloobchodních tržeb pozorujeme pozvolné zlepšování situace: od května tržby třikrát v řadě **vzrostly, v červenci** (stejně jako v červnu) **o 0,4 % m/m**. Zásahu na tom měly kromě paliv všechny jejich složky, nejvíce však automobily. V posledních třech měsících do července tak tržby přidaly skoro procento, meziročně jsou už jen o 0,4 % nižší.

Není ale divu. **Inflace zpomalila, míra nezaměstnanosti** je nadále (již pátým nebo šestým rokem) **nejnižší v EU**. Díky tomu pokračuje silný růst mezd: v průmyslu letos vzrostly mzdy o více než 10 % r/r, ve stavebnictví dokonce o skoro 11 % r/r. Zatímco v průmyslu došlo ke snížení zaměstnanosti (v červenci o 2 % r/r), ve stavebnictví tomu bylo paradoxně naopak (+1,7 %).

Míra úspor zůstává nadále velmi vysoká a je proinflačním rizikem do budoucna.

Míra úspor domácností (v % disponibilního příjmu) - **v konkrétním čtvrtletí**
a průměr za 4 čtvrtletí



Zdroj: ČSÚ, dostupné ZDE

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

ČR

Česká spotřebitelská inflace ve své jádrové složce v srpnu přidala 0,15 % m/m, za poslední tři měsíce pak 1 %. To je kvartální tempo výrazně nižší než ve stejných třech měsících roku 2021 (+2,2 %) nebo 2022 (+3,3 %), ale současně shodné s tempem těchto tří měsíců v roce 2020, kdy ekonomika začala mít problémy s plněním inflačního cíle.

Na zasedání ČNB v září zůstaly sazby beze změny, pro růst sazeb opět nehlasoval nikdo. Dle zápisu ze zasedání si bankovní rada nechala otevřená zadní vrátka pro letošní snížení sazeb: bankovní rada totiž očekává, že „trajektorie úrokových sazeb bude v nadcházejících čtvrtletích oproti stávající prognóze výše“. Což není v rozporu s tím, že prognóza volá ještě letos po trojím snížení sazeb – může klidně dojít k symbolickému snížení o čtvrt procentního bodu. Stejně tak lze tato pootevřená vrátka spatřit ve slovech o rizicích plynoucích ze zpomalování v Německu či o tom, že vývoj od poslední prognózy je v souladu s ní či (v případě očekávaného růstu HDP pro 3. čtvrtletí) dokonce horší (a tudíž protiinflační). Ale nejméně tolik důkazů je i pro interpretaci, že si bankovní rada nemyslí, že je dobojováno a vyhráno, a že může začít s poklesem sazeb. Bankovní rada má kupříkladu **trh práce za „napjatý“** a čeká, že „*v nadcházejících kvartálech se růst mezd v reálném vyjádření dostane do kladných hodnot, což podpoří spotřebu domácností*“. Proinflačním rizikem shledává také „*rychlý pokles míry úspor k dlouhodobě obvyklým úrovním a jeho vliv na možnou akceleraci spotřeby domácností*“. Jinými slovy, rychlé snížení sazeb hrozí tím, že se nakumulované úspory do ekonomiky „vyvalí jako vlna“, s jasnými inflačními dopady.

POLSKO

Centrální banka překvapila výrazným snížením sazeb, motivovaným nejspíš politicky.

Polská ekonomika poklesla ve druhém čtvrtletí mezikvartálně o sezonně očištěných 2,2 %. Meziroční tempo poklesu pak dosáhlo 0,6 %. Mezičtvrtletně rostly poptávka domácností (+0,6 % q/q) i fixní investice (+2 % q/q), klesly naopak (podobně jako kvartál předtím) zásoby. To může být pozitivní do budoucna, jelikož poptávka domácností rostla již druhé čtvrtletí v řadě, a pokud se tato poptávka uspokojuje ze zásob, bude jednou nutné tyto zásoby doplnit.

Měsíční data zveřejněná během září byla silná.

Průmyslová produkce poté, co počátkem třetího čtvrtletí poklesla meziměsíčně o 1,1 %, **vzrostla v srpnu o 0,6 %** (meziročně o 1,8 % klesla). Za prvních 8 měsíců letošního roku je produkce o necelá dvě procenta nižší, než jaká byla ve stejném období roku minulého. Na meziročním poklesu se nejvíce podílely produkce zboží dlouhodobé spotřeby pro domácnosti (−6,4 %) a produkce energií (−4,4 %), naopak vzrostla produkce kapitálového zboží (+10,5 %).

Index PMI tomuto vývoji kvalitativně odpovídal – poté, co ve druhém čtvrtletí v průměru dosáhl 46,2 bodu, došlo ve třetím čtvrtletí k dalšímu zhoršení, když jeho průměrná hodnota dosáhla 43,5 bodu. Nejslabší výsledek byl ve třetím čtvrtletí k vidění v srpnu, kdy index PMI vinou všech složek, zejména však složky nových objednávek (které poklesly nejvíce od října 2022), poklesl na nejnižší hodnotu (43,1 bodu) od října minulého roku. **Zářijová hodnota sice zůstala výrazně pod 50** (43,9), **ale u všech klíčových komponent** (produkce, nové objednávky, zásoby) **došlo** ve srovnání se srpnovým lokálním minimem **ke zlepšení**. Subindex mapující výhled podniků na nejbližších 12 měsíců se dokonce zlepšil na jednu z nejlepších hodnot od vpádu Ruska na Ukrajinu.

Reálné maloobchodní tržby v srpnu opět silně vzrostly. Poté, co v červenci m/m přidaly 1,3 %, vzrostly úplně stejným tempem i v srpnu. I tak jsou však stále o 2,7 % nižší, než byly před rokem, a o 4,2 % nižší za prvních 8 měsíců letošního roku ve srovnání se stejným obdobím roku předcházejícího. **Míra nezaměstnanosti** je stále velmi nízká, svou průměrnou hodnotou ve druhém čtvrtletí (5 %) vyrovnala historické minimum **z října 2019** (5 %). Během **třetího čtvrtletí sice mírně** narostla, ale její červencová i srpnová sezonně očištěná hodnota (5,1 %) jsou nadále historicky jedny **z nejnižších**. Nepřekvapí pak tedy určitě, že dále rostou mzdy – **růst nominálních mezd dosáhl v srpnu skoro 12 % r/r**.

Dynamika inflace v posledních 4 měsících výrazně zvolnila. **Zatímco jádrová inflace vzrostla v prvních čtyřech měsících letošního roku o 4,7 %, v dalších 4 měsících do srpna jen o 1,2 %.** To je podobný vývoj, jaký jsme viděli v ČR nebo v Maďarsku. Dle předběžných dat **celková inflace v září poklesla o 0,4 % m/m (na 8,2 % r/r)**, hlavně zásluhou výrazného meziměsíčního zpomalení v cenách paliv (o 3,1 % m/m) a pokračujícího poklesu cen potravin (−0,4 % m/m).

Centrální banka v září překvapila trhy nečekaně velkým snížením sazeb o 75 b. b. Centrální banka porušila svůj původní slib, že o snížení sazeb začne uvažovat, až když inflace klesne pod 10 %, ale odůvodnila to slabou ekonomikou, zejména poklesem HDP ve Q223 a poklesem poptávky domácností. Pokles HDP je sice relevantní, ale je to pohled do zpětného zrcátka, který není nijak hroznivý: v meziročním srovnání je ekonomika menší jen o 0,6 %. A že poklesla o 2,2 % q/q ve druhém čtvrtletí, rovněž není alarmující, jelikož v prvním vzrostla o 1,6 % q/q. Druhý argument, totiž slabost poptávky domácností, ve vývoji reálných maloobchodních tržeb posledních měsíců oporu dle nás nenachází. Za takto velkým snížením sazeb vidíme spíše blížící se volby.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

MAĎARSKO

Podobně jako jinde v regionu i v Maďarsku zvolnila inflace. Zdá se, že ekonomika je, z největší slabosti venku.

Maďarská ekonomika ve 2. čtvrtletí klesla počtvrté v řadě, a to o 0,3 % q/q. Po poklesech v předcházejících čtvrtletích (–1 % q/q ve 3Q22, –0,6 % q/q ve 4Q22 a –0,4 % q/q v 1Q23) to však bylo další, byť jenom mírné, zlepšení. Překvapivě se na mezičtvrtletním poklesu již nepodílela poptávka domácností (která mezikvartálně stagnovala), ani poptávka vlády (+0,8 % q/q), ale hrubá tvorba fixního kapitálu (pokles o 5,8 % q/q) společně s dalším poklesem zásob. Meziroční tempo růstu dosáhlo –2,4 %.

Měsíční data zveřejněná během září byla smíšená.

Maloobchodní tržby po (druhém letošním) červnovém růstu o 0,7 % m/m **v červenci opět klesly**, byť jenom mírně (**o 0,2 % m/m**). V posledním pololetí tedy klesly o 2,3 %, v posledním čtvrtletí o 0,3 %. Meziroční tempo poklesu tak v červenci činilo 8,3 %. Je ale také pravdou, že dynamika posledních 3 měsíců (kdy dohromady poklesly tržby jen o 0,3 %) je nejmírnější od doby, co tržby začaly v polovině roku 2022 klesat.

Toto zmírňování slabosti maloobchodních tržeb, které pozorujeme, je důsledkem stále silného trhu práce, a hlavně mírnější inflace.

Míra nezaměstnanosti se v posledním půlroce stabilizovala **kolem 4 %**, když její průměrná hodnota za červen až srpen dosáhla 4,1 %. **Růst mezd pokračuje velmi vysokým tempem:** v červenci dosáhl růst mezd 15,2 % r/r, **za prvních 7 měsíců pak 13,9 % r/r.**

Maďarská průmyslová produkce poklesla v prvním (o 5,4 % q/q) i ve druhém čtvrtletí (o 1,8 %). **Třetí čtvrtletí** však začala mnohem lépe, když **přidala 2,8 % m/m**, meziroční tempo tak bylo v červenci –2,6 % a za prvních 7 měsíců letošního roku byla produkce nižší ve srovnání se stejným obdobím roku 2022 o 4,5 %. Na meziročním poklesu se nejvíce podílela produkce v chemickém průmyslu (paliva), nejlépe se pak vedlo produkci transportní techniky (hlavně aut), která meziročně vzrostla o 14,5 %. **Index PMI v Maďarsku** je volatilní natolik, že z něj nic o tom, jak to bude v dalších měsících, dovodit nelze, proto jen pro úplnost: ve třetím čtvrtletí se jeho hodnota mírně zlepšovala (47,4 v září; 46,7 v srpnu; 45,9 v červenci), až dosáhla průměrné hodnoty 46,7 bodu.

Celková inflace letos v každém měsíci kromě května rostla, byť v posledních měsících její dynamika podobně jako jinde v regionu ztlačila. V prvním čtvrtletí vzrostla o skoro 4 %, ve druhém o necelé procento. Ve třetím čtvrtletí v červenci přidala 0,2 % m/m a **v srpnu pak 0,7 % m/m. Jádrová inflace přidala v srpnu 0,2 % m/m**, takže i v Maďarsku pozorujeme stejné zpomalení jádrové inflační dynamiky jako kupř. v ČR nebo v Polsku. Meziročně dosáhla v srpnu spotřebitelská inflace hodnoty 16,4 % a poptávková inflace pak 14,5 %.

Maďarská centrální banka (NBH) po skoro roce opět sjednotila jednodenní (O/N) a základní (tříměsíční) sazbu. Poté, co na svém dubnovém zasedání zahájila pokles jednodenní depozitní sazby z 18 % přes 17 %, se poklesem v každém z dalších 5 měsíců o 1 p. b. dostala v září na současných 13 %, což je také (již dlouho neměněná) základní sazba. Nová prognóza představená centrální bankou vidí návrat inflace do pásma MNB až v roce 2025 (v roce 2024 má být v pásmu 4–6 %, v roce 2025 v pásmu 2,5–3,5 %), následkem čeho bylo prohlášení MNB po zasedání velmi opatrné: s dalším poklesem sazeb se spěchat nebude.

ROPA

Ropa se během srpna na chvíli vrátila zpátky na dohled 70dolarové hranice, ale vlivem rozhodnutí Saudské Arábie prodloužit období snížené těžby (o milion barelů) nejméně do konce září a kvůli dohodě z konce měsíce mezi OPEC a Ruskem o omezení těžby se dostala až na 85 dolarů za barel. V nastoupeném trendu pak pokračovala i v září, kdy se dokonce chvílemi dostala až nad 90 dolarů za barel. Reagovala tak na fakt, že období sníženého objemu těžby OPEC a Ruska bylo prodlouženo až nejméně do konce roku, a na katastrofické záplavy v Libyi.

AKCIOVÉ TRHY

Září bylo pro akciové trhy konsolidačním měsícem. Růst požadovaných výnosů u státních dluhopisů a stále utvrzování hlavních světových centrálních bank o nutnosti ponechání úrokových sazeb výše po delší dobu vedly k propadům akciových trhů. Docházelo tak k částečnému uzavírání letos nabytých zisků (YTD index S&P +11,7 %, DJ STOXX 600 +6 %) a adaptaci na vyšší úrokové sazby. Makro obrázek i přes zveřejněná smíšená data vyzníval ve smyslu slabších ekonomik, nicméně nikterak dramaticky negativně. Většina vyspělých ekonomik se s vysokými úrokovými sazbami vypořádává, lépe než se očekávalo. Paradoxem je, že za letošní vysokou výkonnost amerického indexu S&P 500 je pouze sedm největších společností, tzv. „Magická sedmička“. A to: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia a Tesla. Americký akciový index S&P 500 meziměsíčně ztratil 4,9 %, DJ STOXX 600 1,7 %.

Slabý měsíc byl i pro některé střeoevropské trhy. Ztráty si připsal nejlíkovnější lokální polský trh (index WIG30 –5,5 %), který reagoval na některá negativní populistická opatření současné vlády (zastropování cen benzínu – PKN Orlen, splátkové prázdniny banky) před blížícími se parlamentními volbami. Nepomohlo ani překvapivé výrazné snížení základní úrokové sazby polskou centrální bankou. To vedlo k oslabení nejen polského zlotého, ale také ostatních lokálních měn. Nejvyšší ztráty si tak připsaly polské utility (nejistota schválení rozdělení „špinavých“ aktiv – před volbami) a retailový řetězec PEPCO (odchod CEO, snížení odhadů hospodaření, možný převis nabízených akcií). Naopak nadále se dařilo rumunskému trhu (index BET +8,2 %), který vstřebával vyplacenou vysokou dividendu z Fondul Proprietatea pocházející z IPO Hidroelectrica. Také nízké hodnotové ukazatele s dobrou corporate governance přispívaly k přílivu nového kapitálu na tamní trh. Trhy v Maďarsku a České republice se výkonnostně pohybovaly okolo nuly.

AKCIOVÉ TRHY

Akcie na rozvíjejících se trzích nikterak nevybočily ze zářijové nálady, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal 2,8 %. Investoři vyhledávali bezpečnější aktiva, a tak většina hlavních trhů zaznamenala ztrátu. Nadále se nedaří čínským akciím (index CSI 300 -2 %, Hong-Kong -3,1 %), navzdory tomu, že tamní vláda postupně přichází s nejrůznějšími opatřeními na podporu ekonomiky. Velice důležitý realitní sektor je navíc stále v problémech a důvěra v ekonomiku nedosahuje zdaleka předcovidových hodnot. Ztrácely i trhy v Koreji či Taiwanu, indické akcie jako jedny z mála skončily v plusu (+1,5 %). Akcie v Latinské Americe také nezažily (MSCI Latin America -2,5 %), i přes to, že brazilská centrální banka opět snížila sazby a ekonomice se daří lépe, než se čekalo. Svým podílem přispěl i pokles cen komodit. Velkým pozitivem zůstává klesající či nízká úroveň inflace ve většině rozvíjejících se ekonomik.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Na obou březích Atlantiku začali tržní účastníci během září konečně brát trochu vážně slova centrálních bank, že rychlé snížení sazeb není v plánu a že sazby zůstanou vysoko dlouho. Křivky jak v eurozóně, tak zejména v Americe začaly razantně stoupat a zvyšovat svůj sklon: na krátkém konci vzrostly výnosy o cca 20 b. b. (v eurozóně na 3,2 %, v USA přes 5 %), na dlouhém o 30, resp. 40 b. b. (na 2,8 %, resp. 4,6 %).

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Tzv. total return index (TRI) koncem září v případě korporátních dluhopisů spekulativního i investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce mírně narostl (0,2 %, resp. 0,4 %). V případě dolarových instrumentů byly pohyby větší a v opačném směru: u investičních došlo v září podruhé v řadě k poklesu (o 1,2 % v srpnu a o 3,4 % v září), u spekulativních po srpnovém růstu o 0,2 % došlo v září k poklesu o 1,2 %. Kreditní prémie ve 4Q22 výrazně poklesly (dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) a jejich pokles pokračoval i v prvních sedmi měsících letošního roku (o 20 %, resp. 25 %). Nakonec se tento trend obrátil až s tím, jak trh koncem léta začal trochu centrálním bankám naslouchat a v důsledku toho přehodnocovat svůj výhled na rychlý pokles sazeb: za srpen a září vyrostly prémie spekulativních dluhopisů o více než 12 % a u investičních o více než 17 % u spekulativních.

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka v září také narostla, zůstala ale negativně skloněná. Na krátkém (dvouletém) konci výnosy narostly o 0,5 p. b. na 6 %, na desetileté splatnosti pak narostly o cca 40 b. b. na 4,9 %. Hlavním faktorem byl vývoj v zahraničí, domácí měnová politika (spekulace ne letošní snížení sazeb) ani vývoj inflace (zpomalování meziměsíční dynamiky) velkou roli nesehrály.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Vývoj na polské křivce byl oproti vývoji v eurozóně či v ČR odlišný: dvouleté výnosy po srpnovém mírném poklesu (o cca 5 b. b.) poklesly v září výrazněji (o 30 b. b. na 5 %), a to jako důsledek překvapivě velkého snížení sazeb Polskou centrální bankou. Na dlouhém konci tomu bylo stejné: pokles o cca 30 b. b. na 5,9 %.

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ceny ukrajinských státních dluhopisů korigovaly zisky z předchozích měsíců a klesly na úroveň z poloviny července. Rostoucí požadované výnosy na světových vyspělých trzích a počínající nervozita v americké zahraniční politice vedly k poklesu cen pod 30 % nominální hodnoty. Hlavní příčinou bylo posunutí dluhového stropu v Americe, pro jehož odvrácení byl přijata dohoda, která vedla k dočasnému omezení amerického financování Ukrajiny.

MĚNY

Dolar proti euru během září pokračoval v trendu nastoupeném v srpnu a posiloval. Zatímco v srpnu se jednalo o mírné posílení (dolar se dostal z úrovně 1,10 počátkem měsíce k hranici 1,08 USD/EUR koncem srpna), posílení v září bylo o něco intenzivnější, když koncem září dolar posílil pod 1,05 USD/EUR. To, že trhy uvěřily, že americká centrální banka skutečně hned tak sazby nesníží, a následný růst desetiletých sazeb byly hlavními důvody pro návrat dolaru na nejsilnější úroveň od listopadu minulého roku.

Středoevropské měny v září vlivem snížení sazeb polskou centrální bankou oslabily. Polský zlotý po překvapivě výrazném snížení sazeb oslabil v první zářijové dekádě o 4,5 % přes 4,65, aby po zbytek měsíce už jenom osciloval kolem úrovně 4,62 PLN/EUR. **Česká koruna** oslabovala již od samotného počátku září, po rozhodnutí polské centrální banky se dostala až na 24,60 CZK/EUR. Poté sice mírně posílila, ale do konce měsíce už jen bez jasněho směru oscilovala kolem 24,40 CZK/EUR. **Maďarský forint** sice také v reakci na snížení sazeb v Polsku oslabil (z 380 na 390 HUF/EUR), jako jediný se však pak rychle vrátil zpátky na hodnoty ze začátku měsíce. Po dalším snížení sazeb v Maďarsku už jen mírně oslabil a měsíc zakončil kolem hranice 385 forintů za euro.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na jedné straně nadále trvá výrazná vnitřní (rozpočtová) i vnější nerovnováha, která by měla ze strany investorů vést k penalizaci české vlády a která by tudíž měla bránit poklesu výnosů. Podobným směrem působí růst sazeb v zahraničí. S tím, jak trh konečně uvěřil, že centrální banky myslí svá slova o „vysokých sazbách po delší dobu“ vážně, tlačí to samozřejmě vzhůru i výnosy v dalších zemích, ČR nevyjímaje. Navíc, smršťující se úrokový diferencál by měl sám o sobě tláčit na slabost koruny, a tudíž opět proti poklesu českých sazeb.

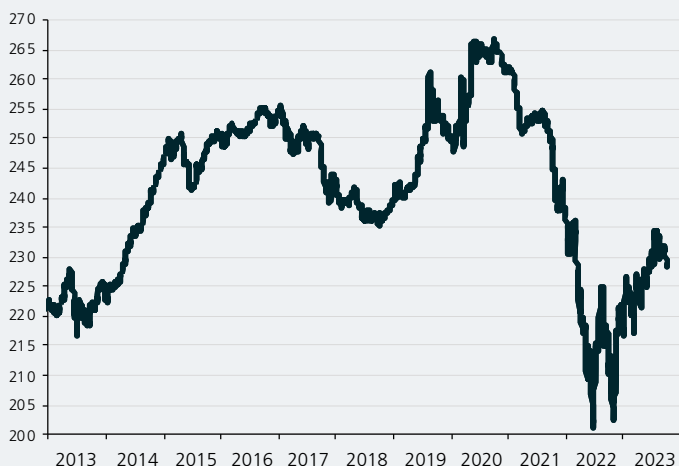
Naproti tomu došlo v posledních měsících k výraznému zpomalení inflační dynamiky v jádrové složce, což vyvolává očekávání, že se snížení sazeb ČNB naopak brzy dočkáme. Dle nás je však toto zpomalení vzhledem k tempu růstu mezd a síle trhu práce nedostatečné na to, aby se inflace setrvale vrátila ke dvouprocentnímu cíli. Očekávání na pokles sazeb jsou tak dle nás stále ještě příliš optimistická a myslíme si, že české výnosy mají i po zářijovém vzestupu, který dostal české desetileté výnosy nad 4,50 %, ještě prostor k dalšímu výnosovému růstu (zejména pokud bude pokračovat růst amerických výnosů).

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

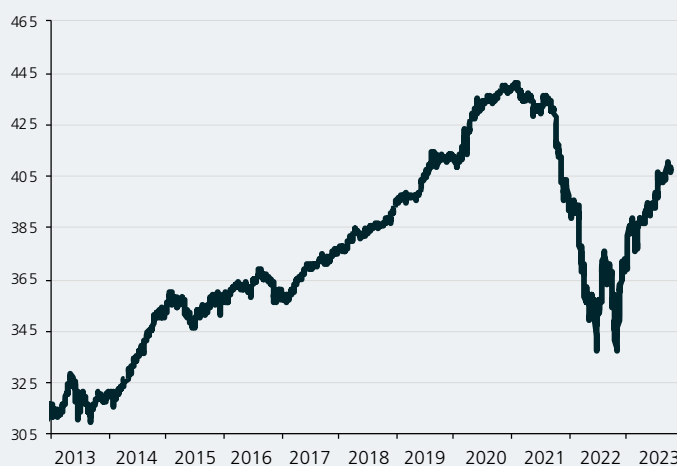
Překvapivé snížení sazeb v Polsku snížilo výnosy. Dle nás však inflační problém v Polsku vyřešen není (nejnižší nezaměstnanost v historii, dvouciferné tempo růstu mezd, uvolněná fiskální politika) a uvolnění sazeb bylo předčasné. S opětovným urychlením inflace a s tím, jak rostou zahraniční výnosy, se nakonec tlaku na růst neubrání ani obligační výnosy v Polsku.

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Adaptace ukrajinské ekonomiky, postupné uvolnění měnových restrikcí i měnově politických podmínek (snížení sazeb o 300 b. b. v reakci na klesající inflaci) spolu s růstem devizových rezerv centrální banky, pozvolna postupující vojenská protiofenziva a setrvalá podpora zahraničí – to vše dle nás otevírá prostor pro pokračující růst cen ukrajinských státních dluhopisů.

Na celém území Ukrajiny nadále pokračují raketové útoky a to nejen na strategickou, ale i na civilní infrastrukturu. Finanční pomoc a celková podpora západu prozatím neustává. Za rok 2022 se částka pohybovala okolo 30 mld. USD. Pro letošní rok je v současné chvíli naplánováno již cca 42 mld. USD zahraniční pomoci a byl schválen nový program Mezinárodního měnového fondu. Jakákoliv obnova bude ale otázkou mnoha let či spíše desetiletí. Postupně realizovaná protiofenziva ukrajinské armády sice probíhá výrazně pomalejším tempem, než se očekávalo, nicméně dochází k prvotním úspěchům a prolomení ruských obranných linií. Ratingová agentura Fitch přesto očekává pokračování konfliktu i v roce 2024 a i přes dobře se vyvíjející ekonomické fundamenty předpokládá prodloužení současných restrukturalizačních opatření pro ukrajinský státní dluh. Politická podpora západu prozatím zůstává silná, ale zejména v USA se už objevují hlasy volající po jejím omezení a s blížícími se prezidentskými volbami bude tato diskuze jistě silít.

MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** jsme na spodní hraně pásma, které vidíme jako fundamentálně odůvodnitelné vzhledem k očekávanému vývoji měnových politik ECB a FEDu. Ačkoliv je možné, že se dostaneme i pod tuto hranici, myslíme, že rozdíl v očekávaném vývoji měnových politik FEDu a ECB je moc malý na to, aby v nejbližším roce setrvale vychýlil kurz z pásma 1,05–1,10 USD/EUR.

Fundamentálně je česká koruna stále zralá na oslabení – disharmonické vnitřní i vnější vztahy, zahraniční sazby vysoko po delší dobu (zejména u EUR je navíc možné další snížení úrokového diferenciálu mezi CZK a EUR skrze růst sazeb ECB). Čekáme, že nízký úrokový diferenciál mezi ČNB a FEDem, resp. ECB se na koruně nakonec negativně projeví. Čekáme však také, že ČNB bude chtít výraznějšímu oslabení zabránit. Koruna tak dle nás oslabí maximálně na 25 korun za euro.

Polský zlotý nemá pevné makroekonomické základy, a navíc mu centrální banka v zájmu politiky bere i berličku v podobě úrokových sazeb, které jsou dnes již jen velmi lehce nad sazbami v USA. Dle nás tak zlotý zůstává zranitelný a nejspíš dále oslabí směrem ke 4,80, v případě otřesů na finančních trzích i blíže k hranici 5 zlotých za eur.

Maďarský forint je pod tlakem dvojího deficitu (běžného účtu i veřejných financí) a extrémně vysoké inflace. Postupně a dle nás předčasně uvolňování měnové politiky v posledních měsících v Maďarsku se dle nás projeví na oslabení forintu ve zbytku letošního roku a v roce příštím.

AKCIOVÝ TRH

Na akciové trhy máme nadále z krátkodobého hlediska mírně negativní pohled, když v následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu zapříčiněnou vybíráním zisků a menším růstem dluhopisových výnosů. Rizik spojených se stále vysokou inflací, nižší kupní silou domácností, slabší ekonomickou situací některých podniků, vysokými úrokovými sazbami, růstem mezd, geopolitikou, atd je nadále spousta. Postupem času se však ekonomické subjekty adaptují na vyšší úrokové sazby a mnoho zmíněných rizik se bude pozvolna zaceňovat do hodnot akcií.

Většina společností se již přenastavila na vysoké úrokové sazby, přičemž se jim skrze zisky daří snižovat zadlužení, tím pádem kontrolovat úrokové náklady. Ziskové marže jsou tak stále silné, k čemuž přispívá silný trh práce a pokračující růst mezd. Hodnotově se akciové trhy obchodují na různých úrovních, přičemž každý region reflektuje specifickou rizikovou přírážku. Proto máme na jednotlivé akciové trhy různá výkonnostní očekávání. Delší období s vysokými úrokovými sazbami by však mělo negativní vliv na ocenění akcií.

Evropské akcie jsou oproti americkým akciím hodnotově levnější, Evropa může za určitých podmínek těžit ze stahování výroby z „rizikovějších“ regionů a zároveň bude docházet k novým potřebným investicím v mnoha sektorech. Navíc nyní dochází k výraznému snižování nákladů v podobě komodit a energií. Z toho bude těžit 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 těží kapitálově silné banky. Americké akcie nyní těží z boomu okolo umělé inteligence (AI) a na ni napojených společností jako Nvidia, Microsoft, Google,... Dle nás je však současná akciová rally přehnaná a v následujících měsících dojde k určité korekci. Zbylé sektory jsou dle nás hodnoceny více atraktivně, jelikož se ve většině případů nepodílely na růstu akciových indexů od začátku roku, přičemž se obchodují na zajímavých úrovních. Nadále však věříme hodnotově levnějším akciím obchodovaným v Evropě a na rozvíjejících se trzích. Asie zažije, po současném ekonomickém „slabosti“, oživení. 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 nezaručuje 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