

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA - S&P 500	-4,24 %	USA	-2,48 %	USD/EUR	-1,62 %	Ropa Brent	-12,29 %
Evropa - DJ Stoxx 600	-5,29 %	Evropa	-5,19 %	CZK/USD	1,26 %	Zemní plyn	10,91 %
Japonsko - Nikkei225	1,04 %	ČR	-2,18 %	CZK/EUR	-0,43 %	Sil. elektřina	59,41 %
MSCI Emer.Mark.	0,03 %	Polsko	-1,82 %	PLN/EUR	-0,32 %	Zlato	-2,61 %
ČR - PX	-4,84 %	Maďarsko	-1,54 %	HUF/EUR	-0,93 %	Stříbro	-12,06 %
Polsko - WIG30	-10,68 %	Turecko*	17,49 %	TRY/EUR	-0,23 %	Měď	-1,06 %
Maďarsko - BUX	0,17 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

**Ekonomika rostla ve druhém čtvrtletí silným tempem, předstihové indexy v průmyslu, službách i u domácností však ukazují na výrazné zpomalení.**

**Druhý odhad tempa růstu HDP ve 2. čtvrtletí zpřesnil tempo růstu ekonomiky na 0,6 % mezičtvrtletně** (první odhad byl o desetinu procentního bodu vyšší). Jednalo se tak o nejrychlejší tempo růstu od 3. čtvrtletí 2021 (+2,3 %). Z velkých ekonomik se nejlépe dařilo Itálii a Španělsku, které rostly tempem 1 % resp. 1,1 % q/q. Francie si mezičtvrtletně připsala 0,5 %, Německo přidalo sotva zanedbatelných 0,1 % (což bylo proti stagnaci z prvního odhadu mírné zlepšení). Strukturální data jsou nadále k dispozici pouze u Francie, kde mezičtvrtletnímu růstu nejvíce přispěl zahraniční obchod (+0,4 p. b.), zatímco příspěvek domácí poptávky byl, vinou mírného poklesu poptávky domácností (-0,2 % q/q), nulový.

Data, která byla v EMU v průběhu srpna 2022 zveřejněna, byla spíše slabší (a kromě předstihových indikátorů se ještě vztahovala ke druhému čtvrtletí).

**Maloobchodní tržby ve druhém čtvrtletí klesly.** V dubnu i v červnu totiž meziměsíčně poklesly (-1,1 % resp. -1,2 %), takže ani mírný meziměsíční růst v květnu (+0,4 %) nic nezměnil na tom, že meziroční tempo se koncem druhého čtvrtletí dostalo do záporu (-3,7 %). **Oporu tržby přitom stále ještě nacházejí v trhu práce, jemuž se letos vede dobře.** Sezónně očištěná míra nezaměstnanosti je meziročně nižší o 1,3 p. b., a drží se pod 7 %: od letošního dubna je na nejnižší hodnotě (**6,6 %**) v **celé dosavadní historii EMU**. Nejnižší z velkých zemí je nezaměstnanost samozřejmě v Německu (2,8 %), nejvyšší ve Španělsku (12,6 %). Růst mezd však stále zůstává relativně utlumený: [index sjednaných mezd](#), který sleduje ECB, přidal v prvním čtvrtletí **2,8 % r/r**, ve druhém však už pouze 2,1 % r/r. Scénář přelévání inflace do mezd se tak v datech zatím nezrcadlí, ale to asi ani nešlo takto rychle čekat. První náznaky, že mzdy urychlí, však pozorujeme: německý IG Metall požaduje [růst mezd alespoň o 7 %](#), [pracovníci Lufthansy žádají růst o 9,5 %](#).

**Průmyslová produkce po slabém konci 1. čtvrtletí ve druhém čtvrtletí rostla.** V dubnu přidala 0,5 %, v květnu nahoru revidovaných 2,1 % m/m a v červnu 0,7 %. Ve zpracovatelském sub-sektoru pak v dubnu produkce stagnovala, posléze však přidala 1,8 % resp. 1 %. Meziroční tempo růstu celkové průmyslové produkce dosáhlo koncem druhého čtvrtletí 2,4 %, ve zpracovatelském sektoru pak 2,7 %. **Z velkých ekonomik se nejhůře** v červnu dařilo Itálii (meziroční tempo -1,2 %), nejlépe Španělsku (+7,3 % r/r).

Výhled v průmyslu však dobrý není. Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu se v srpnu 2022 dále zhoršil, i když už jenom téměř nezatelně: z červencových 49,8 bodu poklesl na 49,7 bodu, tj. nejnižší za **26 měsíců**. Důvodem drobného zpomalení bylo lehké zhoršení se situace v sektoru **základních materiálů a v automobilovém průmyslu**. **Německý index PMI** zůstal lehce pod 50 (49,8 bodu, vs. 49,3 bodu v červenci), francouzský zrovna tak (49 bodu vs. 49,5 bodu v červenci). Nejvíce v pětadvacetileté historii průzkumu narostly zásoby hotových výrobků.

Jistou stabilizaci situace pozorujeme u **indexu IFO**, který mapuje podmínky v největší ekonomice eurozóny. Sub-index hodnotící stávající situaci zůstal i v srpnu (97,5 bodu) nadále nad dlouhodobým průměrem (96,7 bodu). Sub-index hodnotící očekávání se červencovým poklesem (na 80,4 bodu) dostal jen kousek od post-lehmanovského dna z prosince 2008 (79,2), v srpnu pak zaznamenal už jen další a neznatelný pokles (na **80,3 bodu**). Stále tak platí, že strach z budoucnosti je u německých firem větší než hodnocení aktuální situace.

**V dominantním sektoru služeb** se situace v srpnu v eurozóně po (již tak výrazném) červnovém a červencovém poklesu ještě dále zhoršila. **Index** totiž **poklesl** na nejnižší hodnotu (**50,2 bodu**) za 17 měsíců. Důvodem byla hlavně situace v Německu, kde došlo k dalšímu zhoršení (na nejnižší hodnotu za rok a půl, 48,2 bodu), a ve Francii (kde index klesl na 16měsíční dno ve výši 51 bodu); v obou zemích jsou velmi pesimistická očekávání pro nadcházejících 12 měsíců (ve Francii se ještě zhoršila, v Německu z 26měsíčního červencového dna pesimismus ustoupil jen velmi mírně).

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

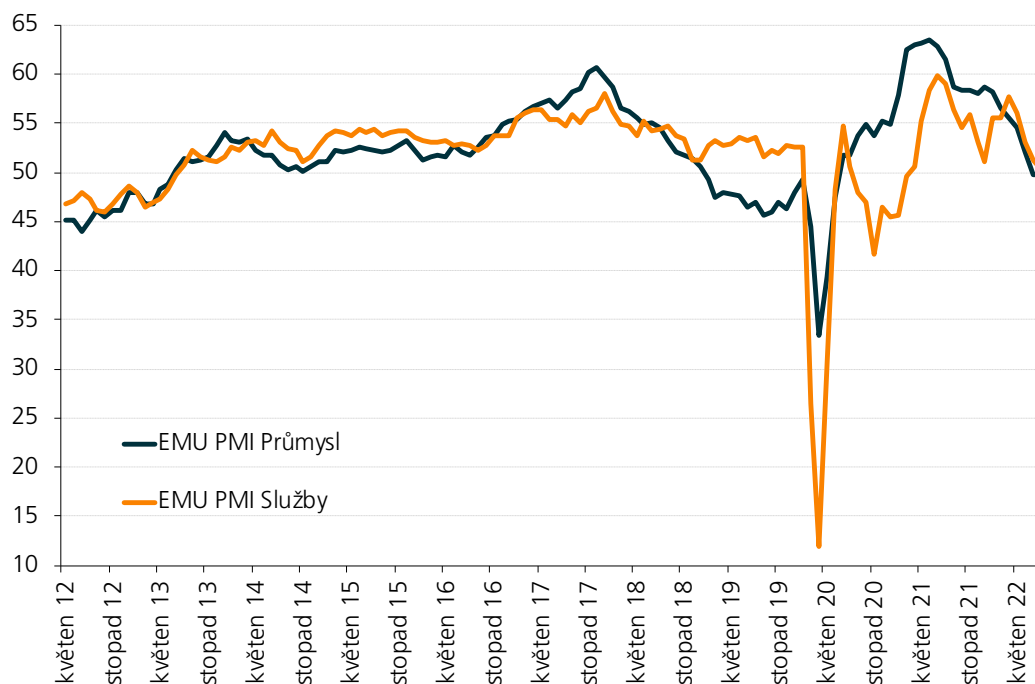
## EMU

**Že se ve službách situace** jen tak nezlepší **dokazuje i spotřebitelská důvěra** měřená Evropskou komisí. Ta se **červencovým** poklesem na **-27 bodů** dostala na nové historické minimum (o více než 2 body níže, než bylo předchozí dno z dubna 2020, -24,7 bodu) a i po **srpnové korekci** (na **-24,9 bodu**) se nad tímto minimem udržela.

Inflace v červenci meziročně zrychlila **v červenci na 8,9 %**, meziměsíční tempo dosáhlo 0,1 %. U ostře sledované **jádrové inflace** došlo ke zrychlení z červnových 3,7 % na červencová **4 % r/r**; meziměsíčně pak jádrová inflace poklesla o 0,2 %. Z velkých zemí byla v červenci nejvyšší inflace ve Španělsku (10,7 %), nejnižší pak ve Francii (6,8 %). **Dle prvních srpnových dat** inflace v Německu i v Itálii re-akcelerovala na 8,8 % (vs. 8,5 % v červenci), resp. 9 % (vs. 8,4 % v červenci), ve Španělsku či Francii však zpomalila (10,3 %, resp. 6,5 %). Dále také meziročně rychle rostou ceny **průmyslových producentů**, jejich meziroční tempo růstu však už neakceleroje: **v červnu přidaly ceny producentů v eurozóně 28,8 %**, skoro stejně jako v květnu (28,7 %) nebo v dubnu (29,2 %).

**Nejblíží zasedání ECB je 8. září. Na posledním (červencovém) zasedání hodila ECB definitivně holubičí ručník do ringu, když zvýšila sazby o půl procentního bodu.** Kromě toho, že se zbavila jakékoliv „forward guidance“ (tj., na každém dalším zasedání je možný teoreticky jakýkoliv pohyb), představila také nový nástroj pro boj s rostoucími výnosy na periferních dluhopisových trzích, tzv. Transmission Protection Instrument (TIP). Italské dluhopisy, na níž byl cílen, však na to příliš nereagovaly. Na rozdíl od situace před 10 lety, kdy problém roztahujících se kreditních spreadů „vyřešil“ Draghi tím, že skrze program OMT dokázal trh přesvědčit, že je ochoten a schopen na problém nasypat neomezené množství peněz, jsou dnes ruce Lagardeové, jež se pokouší o opakování Draghiho triku, svázané vysokou inflací, která nabourává kredibilitu jejího slibu.

**Předstihové ukazatele indikují, že jak služby, tak průmysl jsou již na hranici kontrakce.**



Zdroj: Markit

## USA

**Trh práce je nadále napjatý, FED jasně říká, že v utahování sazeb bude pokračovat i když to reálné ekonomice způsobí „bolest“.**

**I druhý odhad růstu HDP v letošním druhém čtvrtletí potvrdil, že americká ekonomika je v recesi.** Druhým poklesem v řadě (po 1,6 % q/q anualizovaně v prvním čtvrtletí o nahoru revidovaných 0,6 % ve druhém) totiž naplnila technické požadavky recese. Struktura dat ale nijak hrůzostrašná není – příspěvek poptávky domácností zůstal díky výdajům na služby kladný (+0,6 p. b.), **poklesly „jen“ investice i zásoby.** Vysoký kladný příspěvek čistého exportu byl důsledkem nejenom poklesu dovozu, ale primárně růstu vývozu. Podtrženo, sečteno, tato recese na vygenerování armády nezaměstnaných zatím svou silou nestačí.

Měsíční data zveřejněná během srpna 2022 byla vcelku silná.

**Reálné maloobchodní tržby** po poklesech v červnu a v květnu (společně po revizích o více než procento) **v červenci mírně**

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### USA

**rostly (0,1 % m/m)**. Jejich meziroční tempo se tak vrátilo do kladných čísel (1,7 %). Na trhu práce zůstávalo vše při starém. V **červenci míra nezaměstnanosti** po 4 předcházejících měsících stagnace dále poklesla (**3,5 %**), a dostala se tak na úroveň hodnot z konce roku 2019 (3,5 %) - trh práce se tudíž nachází ve stavu plné zaměstnanosti. Nízké jsou nadále 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) je dnes úplně stejná (6,7 %) jako tomu bylo před Covidem (prosinec 2019: 6,7 %). Pokračuje také rychlá tvorba pracovních míst – **za květen až červenec vytvořila americká ekonomika 1,2 mil. nových pracovních míst v soukromém sektoru (v červenci samotném 471 tis.)**. Podtrženo, sečteno, na americkém trhu práce to na žádnou recesi prozatím nevypadá.

U mezd nadále zaznamenáváme odlišné signály podle toho, z kterého průzkumu použijeme data. Dle dat [Atlantského Fedu](#) (založených na průzkumu Current Population Survey, neboli CPS) vzrostly mzdy v červenci 2022 o 6,7 % r/r, zatímco dle dat z tzv. Current Employment Statistics došlo naopak ke zpomalení (na 2,3 % za posledních 6 měsíců pololetí a tedy 5,2 % r/r). Dlužno dodat, že [růst nákladů na zaměstnance](#) (tzv. Employment Cost index, neboli ECI) dosáhl ve druhém čtvrtletí 1,3 % q/q a 5,1 % meziročně, což je stejné jako v prvním čtvrtletí (1,4 % q/q). I zde se však jedná o průzkum, nikoliv agregátní data za celou ekonomiku.

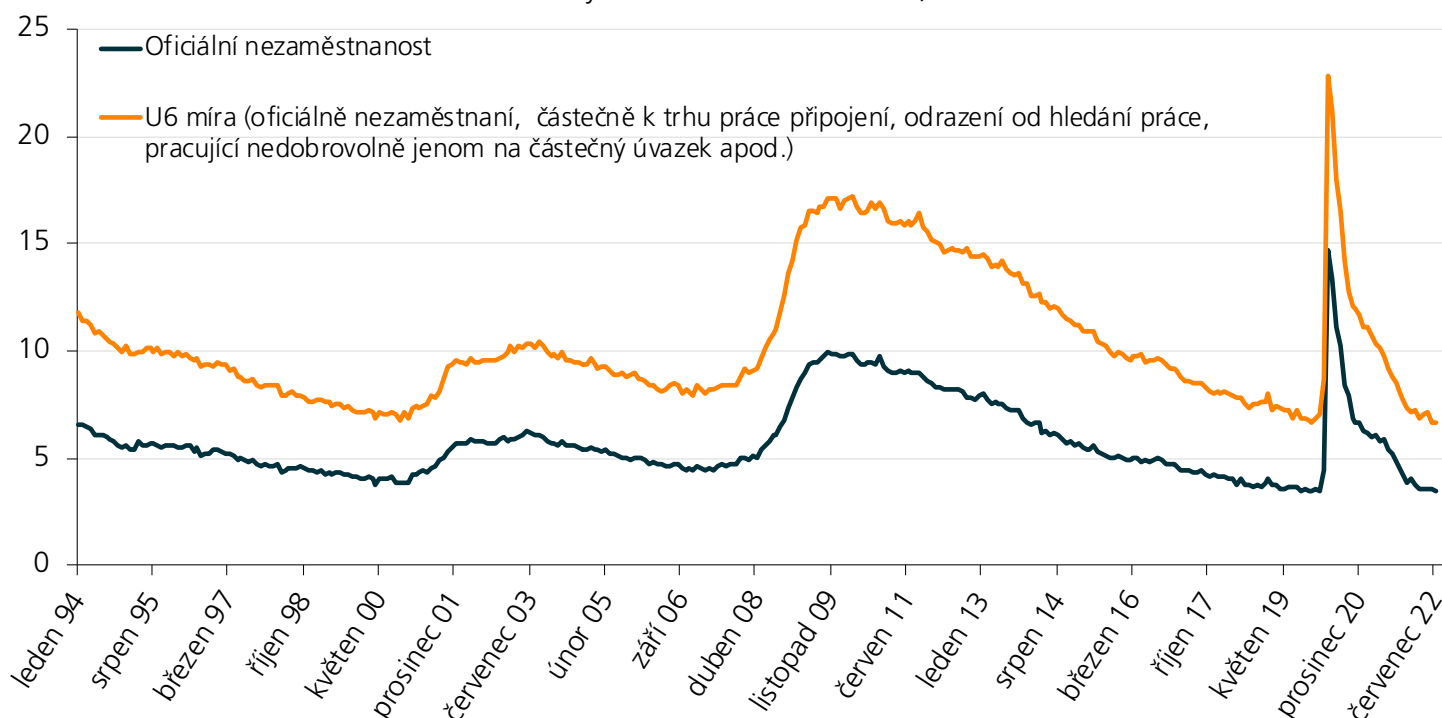
**Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** počátkem třetího čtvrtletí meziměsíčně stagnovaly. Po vyloučení volatili kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, přidaly v červenci 0,4 % a i obrázek za minulé měsíce zůstává velmi dobrý: růst v prvním čtvrtletí o více 2 %, ve druhém o 1,8 %. Jedná se však o čísla nominální, cenová hladina od počátku roku vzrostla o 3,8 %, ve druhém čtvrtletí pak o necelá dvě procenta. Meziročně jsou objednávky vyšší o 8,5 %, což je z pohledu reálného vlastně stagnace (a tudíž velmi dobrý výsledek). Není to ale zas takovým překvapením, dobře si totiž stále vede i **průmyslová produkce**. Ta se silným (reálným) růstem v každém měsíci kromě května (-0,1 %) dostala v **červenci (+0,5 % m/m)** na meziroční tempo růstu **3,9 %**.

**Jádrová (PCE) inflace zůstává vysoko, její měsíční dynamika po zrychlení v červnu (0,6 % m/m) v červenci zpomalila**. Zatímco v posledních čtyřech měsících do května 2022 včetně rostla vždy o +0,3 % m/m a zatímco v **červnu přidala** nečekaných 0,6 % m/m, **v červenci zpomalila na +0,1 % m/m**. Za poslední půlrok tak vzrostla o 2 % a meziročně je jádrová cenová hladina vyšší o 4,6 %. **Celková PCE inflace** kvůli poklesu cen pohonných hmot poklesla o 0,1 % m/m, meziročně se tak dostala na **6,3 %**.

**Zpomalení inflace v jednom měsíci v situaci napjatého trhu práce těžko odradí FED od dalšího zvýšení sazeb**. To ostatně naznačil jeho šéf Powell na pravidelném setkání v Jackson Hole, kde mluvil sice krátce, ale zřetelně jestřábím hlasem: řekl, že pro zkrácení inflace bude potřeba delšího období pod-trendového růstu a že k obnovení cenové stability bude potřeba „bolesti“ mezi domácnostmi a podniky. Další zasedání se koná ve dnech 20.–21.9. a nejspíš přinese, podobně jako v červenci a v červnu, růst sazeb o 0,75 p. b.

### Trh práce v USA je napjatý.

Míry nezaměstnanosti v USA, %



Zdroj: BLS, dostupné [ZDE](#)

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

## ČR

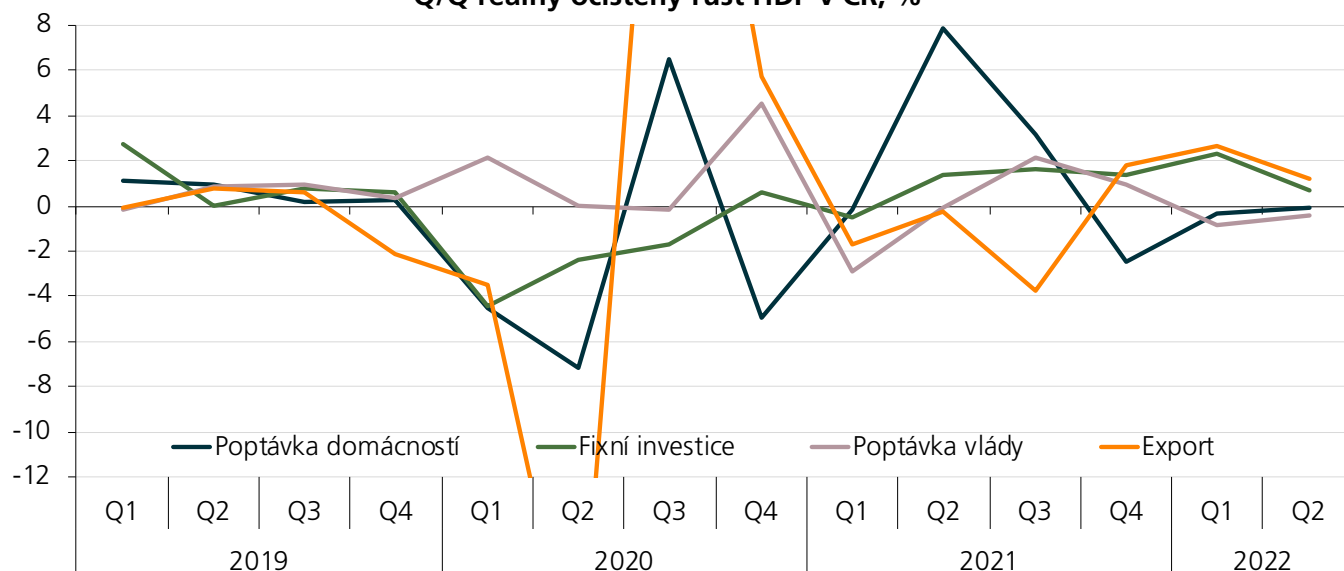
**Ekonomika překvapila silným růstem ve 2. čtvrtletí, Bankovní rada ČNB v novém složení machinacemi s predikčním modelem.**

Růst HDP ve druhém čtvrtletí výrazně překonal očekávání. Zatímco trh očekával výrazný mezičtvrtletní pokles růstu (a podobně tak ČNB), ekonomika přidala ve druhém čtvrtletí dle druhé revize nikoliv 0,2 % q/q, nýbrž **0,5 % q/q**. I když tato revize čtvrtletního tempa měla hlavní důvod v revizi směrem dolů u tempa růstu HDP v prvním čtvrtletí, meziročního tempa, jež dosáhlo **3,7 %** (+0,1 p. b. ve srovnání s tempem růstu dle předběžného odhadu), se nedotkla. Meziročním tempem tak ekonomický růst ve 2Q22 výrazně překonal kupř. očekávání ČNB, která ve své květnové prognóze očekávala tempo pouze třetinové. Strukturální data ukázala, že kolaps poptávky domácností vinou inflace se ani ve druhém čtvrtletí nekonal: reálné výdaje domácností na konečnou spotřebu klesly mezičtvrtletně o zanedbatelných 0,1 % (po -0,3 % q/q v prvním čtvrtletí). Hrubá tvorba fixního kapitálu přidala 0,7 %, celková pak díky růstu zásob dokonce 3 % q/q. Dařilo se pak dokonce jak vývozu (+1,2 % q/q), tak dovozu (+1,8 % q/q). Ani ze struktury tak nelze říct, že by ekonomika ve druhém čtvrtletí měla nakročeno k výraznějšímu (a tudíž desinflačnímu) zpomalení.

**Měsíční data zveřejněná během srpna 2022 byla smíšená – na jedné straně ještě dobrá tvrdá makroekonomická data, na straně druhé slabost předstihových indikátorů.**

**Průmyslová produkce** koncem druhého čtvrtletí opět vzrostla. Po silném květnovém růstu o 2,4 % m/m **přidala v červnu dalších 0,5 % m/m**, což její meziroční tempo dostalo na 1,7 %. Na meziročním tempu růstu se nejvíce podílela výroba automobilů (+2,7 p. b.), elektřiny a plynu (+0,5 p. b.) a farmaceutických výrobků (+0,4 p. b.). Automobily se podílely největší mírou (+7,7 p. b.) také na **růstu nových zakázek v průmyslu o (nominálních) 15,5 %**. To je sice reálný růst blízky nule, ale v současné situaci to dle našeho názoru žádná katastrofa není. Že není v průmyslu situace nijak zlá ukazuje i fakt, že meziročně stagnoval počet zaměstnanců (zaměstnanost +0,1 %) a jejich mzdy přidaly 8,1 % r/r. S tímto popisem situace ale příliš nekoresponduje vývoj indexu **PMI**. Tento index se totiž poté, co se v červnu (poprvé od srpna 2020) dostal pod hranici 50 bodů, v červenci dále propadl a **v srpnu zůstal na 46,8 bodu**, tj. nejnižší od srpna 2020. Nejzajímavější informací ze srpnové zprávy o PMI byla zmínka o zmírnění inflačních tlaků, kde u vstupních cen bylo tempo jejich růstu nejslabší od prosince 2020 a u cen výstupních pak od května 2021.

Negativněji vyznívá i (srpnový) **průzkum důvěry ČSÚ u firem** – dle konjunkturálního průzkumu ČSÚ totiž důvěra firem od června klesá, i když **svou srpnovou hodnotou 9,6 bodu** je jen mírně pod úrovní dlouhodobého průměru (12,5 bodu od roku 2002). To je ve stávající inflační a energetické situaci pro nás překvapivé. U **domácností** tomu je jinak a zhruba tak, jak by člověk v situaci (dvě desetiletí neviděné) inflace čekal – jejich důvěra se propadá. V květnu (-31 bodů) i v červnu (-32 bodů) byla důvěra na dotek **historického minima** (-32,5 bodu z května 2012), v červenci jej prolomila (-33 bodů). **Srpnová korekce na -29,8 na celkovém obrázku negativní nálady u spotřebitelů nic nemění.**

**Ve druhém čtvrtletí se žádný kolaps poptávky vinou inflace v ČR nekonal**
**Q/Q reálný očištěný růst HDP v ČR, %**


## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

## ČR

Vývoj maloobchodních tržeb však až takovému pesimismu zatím neodpovídá – v posledních třech měsících do června klesly tržby reálně „jen“ o 1,8 %, pokles v posledních 6 měsících dosáhl 0,5 %; v samotném červnu tržby přidaly 0,2 % m/m. Dá se ale čekat, že tržby budou mít tendenci slábnout.

Česká spotřebitelská inflace i počátkem 3. čtvrtletí dále zrychlila. Tak jako v předchozích měsících letošního roku přidal růst spotřebitelských cen více než procento meziměsíčně – v červnu cenová hladina rostla o 1,6 %, v červenci o 1,3 %; meziroční tempo celkové inflace dosáhlo 17,5 %. Měnově-politická inflace dosáhla 17,4 %, jádrová inflace pak 16 %. Ještě horší je, že jen za posledního půlroku do července vzrostla poptávková (jádrová) inflace o 7,8 %, tj. anualizovaně tempem 17 %. I když Eva Zamrazilová z ČNB tvrdí, že inflaci dochází dech, z porovnání vývoje cen v jednotlivých cenových okruzích mezi únorem a dubnem na straně jedné a květnem až červencem na straně druhé se tomu tak úplně nezdá být – zpomalily v podstatě jenom ceny v okruhu doprava (kvůli cenám paliv). Kde jistou stabilizaci vidíme, jsou ceny producentů – ceny zemědělských producentů poklesly v červenci o 3,7 % m/m, ceny tržních služeb o 0,8 %. Na meziročním srovnání v zemědělství dosáhl růst cen výrobců necelých 40 %, v průmyslu 26,8 %, v tržních službách 6,3 %.

První zasedání nové bankovní rady začátkem srpna přineslo stabilitu sazeb. Ta byla ale dosažena jen nestandardními úpravami predikčního makroekonomického modelu (prodloužení horizontu měnové politiky za současného zachování předpokladu stability dlouhodobých inflačních očekávání), což vyvolává pochybnosti o správnosti tohoto rozhodnutí. Všichni noví členové Bankovní rady hlasovali za stabilitu, Tomáš Holub a Marek Mora chtěli růst sazeb o další 1 p. b. (na 8 %).

## POLSKO

Růst ekonomiky sice negativně překvapil, ze žádných dalších dat však neplyne, že by ekonomika měla padat do hluboké recese.

Polská ekonomika ve 2. čtvrtletí překvapila negativně. To, že tempo růstu z prvního čtvrtletí (+2,5 % q/q) určitě nezopakuje, bylo jasné, ale to, že se ekonomika o 2,1 % mezičtvrtletně smrští, se nečekalo. Meziroční tempo růstu dosáhlo 5,5 %. Struktura růstu však ukázala, že pokles oproti prvnímu čtvrtletí bylo hlavně vinou zásob: poptávka domácností mezičtvrtletně přidala 2,1 %, poptávka vlády pak 0,7 %. Fixní investice sice poklesly o 7 % q/q, celkové (tj., včetně zásob) však o 28 %. To ukazuje na výrazný pokles zásob.

Průmyslová produkce zaznamenala po třech měsících meziměsíčního poklesu (−0,4 %, −0,7 % a −0,2 % za duben, květen a červen) v červenci růst o 0,9 % m/m. Meziroční tempo dosáhlo 10,6 %, za prvních 7 měsíců letošního roku byla produkce o bezmála 13 % vyšší než ve stejném období roku 2021. S tím vůbec nekoresponduje vývoj indexu PMI. Ten se totiž v červenci zhroutil na 42,1 bodu a v srpnu dokonce na 40,9 bodu, což bylo nejslabší číslo za 27 měsíců. Bylo to důsledkem výrazných poklesů sub-indexu stávající produkce i nových objednávek, které dosáhly nejnižších hodnot od května 2020. Podobně jako v ČR zpomalilo (byť nadále zůstalo vysoké) tempo růstu vstupních i výstupních cen.

Reálné maloobchodní tržby meziměsíčně v červenci vzrostly (+1,2 % m/m), jejich meziroční tempo i díky silnému bazickému efektu zůstalo kladné (2 %). Za prvních 7 měsíců tak byly tržby o 8 % vyšší ve srovnání se stejným obdobím roku 2021, což sice zčásti reflektuje bazický efekt, ale uvážíme-li, že (sezonně očištěný a reálný) m/m růst v lednu, únoru i v březnu dosáhl shodně 1,4 % (a že i červenec byl solidní), je jasné, že na silném meziročním tempu růst má svůj podíl také solidní kvartální tempo růstu poptávky domácností v letošním roce. To nakonec potvrdila i agregátní strukturální data o růstu HDP ve 2. čtvrtletí.

Není divu – tržbám pomáhá trh práce, na němž nedošlo zatím k žádným změnám. Míra nezaměstnanosti zůstala během celého letošního roku extrémně nízká: (po očištění) skončila v 1Q22 na 5,3 %, ve 2Q22 byla 5 % a koncem druhého a počátkem třetího čtvrtletí klesla na 4,9 %, tj. na historické minimum a prvně v historii pod hranici 5 %. Nepřekvapí pak tedy určité to, že dále rostly mzdy – růst nominálních mezd dosáhl v červenci bezmála 16 %, což znamená, že i navzdory vysoké inflaci zůstal reálný růst mezd nulový.

Ve shora popsaném makroekonomickém prostředí se nepřekvapivě „daří“ inflaci. V červenci dle finálních dat vzrostla na 15,6 % (vs. 15,5 % v červnu), poptávková inflace pak dosáhla hodnot (9,3 %) neviděných od let devadesátých. Dle prvních dat překvapila inflace i v srpnu: očekávání analytiků nastavené na +0,2 % m/m překonala čtyřnásobně, celková inflace se tak přehoupla meziročně přes 16 %. Dobrou zprávou je, že se v červenci zastavila akcelerace meziročního tempa růstu cen producentů: po růstu o 25,5 % r/r v červnu přidaly ceny průmyslových producentů v červenci 24,8 % r/r.

Centrální banka v srpnu nezasedala. Růstem sazeb o 50 b. b. v lednu i v únoru dostala svou klíčovou sazbu na 2,75 %, v březnu pak zvýšila sazby o tři čtvrtě procentního bodu na 3,5 % a v dubnu o rovný procentní bod na 4,50 %. Na květnovém, červnovém i červencovém zasedání pak došlo k dalšímu růstu sazeb pokaždé o 0,75 p. b. na stávajících 6,5 %. S největší pravděpodobností to ještě není konec, byť se už nečeká, že by se postupovalo podobně rychlým tempem jako doposud. Záříjové zasedání nakonec přineslo zvýšení klíčové sazby o 0,25 p. b. na 6,75 %, čímž NBP naplnila konsensus tržních odhadů.

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

### MAĎARSKO

**Silný růst ekonomiky ve druhém čtvrtletí, růst inflace a slabý forint vedou centrální banku k dalšímu utahování měnové politiky.**

V Maďarsku ekonomika ve druhém čtvrtletí dále rostla, byť pomalejším tempem než ve čtvrtletí prvním. To, že ekonomika zopakuje více než dvouprocentní mezičtvrtletní kalup z prvního čtvrtletí, se nečekalo, mezičtvrtletní růst o 1 % však byl i tak pro nás příjemným překvapením. Meziroční tempo dosáhlo 6,5 %. Na straně nabídky se dle dat zveřejněných 1. září na meziročním růstu pozitivně podílela všechna odvětví. Na straně poptávky se na růstu nejvíce podílela poptávka domácností (+4,7 p. b.), pak fixní investice (+1,7 p. b.) i čistý vývoz (+0,3 p. b.), negativně jen zásoby (-1 p. b.). Výhled do dalšího čtvrtletí je mírně negativní: na jedné straně sucho (negativum pro zemědělství), výrazný pokles spotřeby energií v červnu i srpnu (zpomalení produkce v průmyslu?) i pokles maloobchodu, na straně druhé stále vysoký index PMI (být nemá úzkou vazbu na realitu průmyslu), silný trh práce i růst mezd.

**Maloobchodní tržby poklesly v červnu potřetí v řadě** – po dubnovém a květnovém poklesu (o 2,5 % resp. o 0,3 % m/m) odesaly v červnu 0,5 % m/m. Jejich meziroční tempo však zůstalo kladné, když dosáhlo 4,5 % r/r. Na dynamice tržeb se zrcadlí vysoká inflace, shodně s tím, co pozorujeme v jiných zemích regionu. **Míra nezaměstnanosti** je však stále velmi nízká – její průměrná hodnota za květen až červenec (3,3 %) je mnohem nižší než v letech 2013–2016 a na historickém minimu ze 4. čtvrtletí 2019. **Meziroční tempo růstu nominálních mezd zůstává podobně jako v Polsku vysoké a reálný růst mezd dokonce kladný:** v červnu růst mezd dosáhl 15,4 % r/r.

**Maďarská průmyslová produkce přidala v červnu 0,6 % m/m a zaznamenala tak druhý kladný měsíc v řadě (a čtvrtý takový měsíc v letošním roce).** Její pokles jsme zaznamenaly jen v březnu (o 0,2 % m/m) a v dubnu (o 1,5 % m/m). Meziroční tempo se koncem druhého čtvrtletí dostalo na 4,7 %. Dařilo se všem složkám produkce, oživila totiž konečně (podobně jako v ČR) i produkce aut. Vývoj indexu PMI v Maďarsku dlouhodobě nekoresponduje s vývojem skutečné produkce, takže jeho červnovou, červencovou i srpnovou hodnotu (57; 58; 57,8 bodu) zde uvádíme jenom pro úplnost. Vzhledem k vývoji indexu PMI v Polsku či v ČR máme k predikční schopnosti maďarského indexu nyní ještě menší míru důvěry než předtím. Těžko totiž uvěřit, že pesimismus v regionu jímá toliko polské a české průmyslové podniky a maďarským se obloukem vyhýbá.

**Celková inflace se meziměsíčními tempy růstu,** které v každém měsíci letošního roku dosáhlo nejméně 1 % m/m (nejvíce 2,3 % m/m právě v červenci, nejméně 1 % m/m v březnu), vyšplhala meziročně na 13,7 %. **Jádrová inflace dosáhla 16,6 %**, poptávková inflace (tj., jádrová bez zpracovaného jidla) pak 13,4 %.

Vzhledem k takovému inflačnímu vývoji a slabosti forintu (více níže) byla maďarská centrální banka nucena pokračovat v utahování politiky. Na týdenní **depozitní facilitě** tak během srpna vzrostla sazba o další 1 p. b. (na 11,75 %), stejně tak je to i u hlavní (tříměsíční) sazby, která je od června sjednocená se sazbou týdenní. O/N depozitní sazba je na 11,25 %, O/N zápůjční na 14,25 %. Trh čeká jako finální sazbu úroveň nad 15 %. Kromě toho došlo v srpnu k růstu povinných minimální rezerv (z 1 % na 5 %), centrální banka také slíbila, že bude zavedena delší sterilizační facilitata.

### 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 za barel a během měsíce se podíval i na hranici 120 dolarů za barel. Koncem března poklesla jeho cena na úroveň 100 dolarů a v úzkém rozpětí ± 5 USD kolem této úrovně pak oscillovala i během dubna. Od počátku května do zhruba poloviny června cena opět rostla, a to až ke 120 USD za barel. V obavách, že utahování politik centrálních bank přivodí světové ekonomice zpomalení nebo dokonce recesi, však v červnu klesla do pásma 105 až 110 dolarů za barel a v červenci pak na dohled 90 dolarů za barel. V srpnu se ropa obchodoval v úzkém pásmu ± 7 USD kolem této hranice.

## AKCIOVÉ TRHY

Vyspělým akciovým trhům se začátkem srpna dařilo, když trhy pokračovaly v pozitivním nastavení z průběhu července. Koncem srpna, po zasedání centrálních bankéřů v Jackson Hole a vystoupení guvernéra FEDu J. Powella ohledně nutnosti výraznějšího zvýšení úrokových sazeb k normalizaci úrokových sazeb, došlo k obratu. Akciový index S&P 500 tak v měsíci srpnu ztratil 4,2 %. Očekávání vyšších úrokových sazeb po delší dobu vedlo k výrazné korekci na technologickém, zdravotnickém a nemovitostním sektoru, naopak dařilo se sektoru energetickému, těžebnímu z rostoucí poptávky a omezení dodávek z Ruska. Evropské akcie také klesaly. Důvodem byly obavy z vysoké inflace, nyní tažené především energiemi. Stejně jako v US se nedařilo evropským sektorům technologií, zdravotnictví a nemovitostní. Výsledková sezóna za druhé čtvrtletí vyzněla nad očekávání analytiků, avšak došlo k negativním revizím budoucího hospodaření společností. Americký index S&P 500 meziměsíčně klesl o 4,2 %, region vyspělé Evropy o 5,3 % (index DJ STOXX 600).

Střední Evropa následovala dění na vyspělých trzích. Pokračující inflační tlaky, riziko přerušení dodávek plynu a ropy z Ruska

## AKCIOVÉ TRHY

a slábnoucí spotřebitel vedly k propadům místních akciových trhů. Lépe se dařilo dobře kapitalizovaným bankám, které nyní navíc těží z vysokých úrokových sazeb a prozatím nízkých oprávek k nesplaceným úvěrům. Výrazně ztrácely především Utility a polské energetické společnosti PKN Orlen nebo PiGNIG u nichž hrozí zavedení (nebo již proběhlo) sektorových daní nebo stropu na ceny elektřiny, plynu nebo paliv. Na pražskou burzu, segment START, vstoupila nová emise BezvaVlasy. Jedná se o e-commerce zabývající se prodejem vlasové kosmetiky. Český index PX v srpnu klesl o 4,8 %, polský index WIG30 ztratil 10,7 % a rumunský index BET -3,2 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích dokázaly v srpnu výrazně překonat výkonnost rozvinutých trhů. Na tom nic nezměnily ani výrazné poklesy ke konci měsíce, které byly vyvolány jestřábím Fedem a zvýšenými obavami z globální recese. Souhrnný index MSCI Emerging Markets USD skončil meziměsíčně lehce nad nulou (+3bps). Asijské trhy neměly jednoznačný směr. Nedařilo se opět čínským akciím. Zveřejněná čínská makroekonomická data byla opět za očekáváním, nadto investory nadále straší hrozba dalších lockdownů. Sentiment nezlomila ani další oznámená vládní podpora zaměřená na podporu ekonomiky. Naopak například indické a korejské akcie připsovaly zisky. Nejvíce se dařilo tureckým akciím, které dosáhly dvouciferného zhodnocení navzdory překvapivému snížení úrokových sazeb. Brazílské akcie také zaznamenaly rovněž výborný měsíc. Tamní ekonomice se daří překvapivě dobře, těží nadále z vysokých cen komodit, klesající nezaměstnanosti a odpovědné měnové politiky.

## DLUHOPISOVÉ TRHY

## DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Na obou březích Atlantiku došlo po červenci plném obav, že utahování měnové politiky centrálních bank vyvolá recesi, která inflaci tlačí k jejich cíli, a že tedy sazby rychle opět zamíří dolů, v srpnu k opětovnému nárůstu výnosů. Tomu napomohla zejména jednoznačná vyjádření vedení amerického Fedu, že s utahováním politiky konec není a že k tomu, aby se inflace udržitelně vrátila na nižší úroveň, bude potřeba delšího období vyšších sazeb a „ekonomické bolesti“. Výnosy na krátkých a středních splatnostech o 55 b. b. a na delších splatnostech o 45 b. b.; desetiletý výnos se tak vrátil lehce nad 3,1 %.

Na německých vládních dluhopisech jsme viděli stejný vývoj, jen nárůsty byly větší, jelikož propady v červenci byly výraznější. Na krátkém konci vzrostly dvouleté výnosy o 90 b. b. na skoro 1,20 %, na dlouhém pak desetileté o 70 b. b. na 1,5 %. Podobnou rétorikou o dalším nutném citelném utahování měnové politiky jako v případě Fedu totiž hýřili i představitelé Evropské centrální banky.

## DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Shora popsany vývoj na trhu vládních dluhopisů, jmenovitě znovuobnovený růst bezrizikových výnosů v očekávání dalšího utahování měnových politik, se odrážel i na trhu dluhopisů korporátních. Tzv. total return index (TRI) v případě

## INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

## DLUHOPISOVÉ TRHY

korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci července poklesl o 0,8 %, u dolarových dokonce o 3,4 %. V případě investičního stupně byl vývoj podobný – na dolarových instrumentech poklesl o 3,8 %, na instrumentech denominovaných v euru pak sotva znatelný růst o 0,1 %. Kreditní prémie u investičních dluhopisů denominovaných v EUR po výrazném červencovém poklesu v srpnu vzrostly, a to jak u spekulativních (+12 %), tak u investičních instrumentů (+19 %).

## DLUHOPISOVÝ TRH ČR

**Česká výnosová křivka v srpnu zvýšila svůj sklon.** Na krátkém konci dvouleté výnosy poklesly o 35 b. b. na 6,40 %, na dlouhém však vzrostly o 60 b. b. na 4,80 %. Centrální banka vyslala signál, že se do dalšího utahování hned tak nepohne, což stlačilo krátký konec níže, na dlouhém konci se nicméně projevil vliv růstu výnosů v zahraničí a vzestup časové premie v důsledku pokračující akcelerace inflace a negativního fiskálního vývoje.

## DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

**Polská výnosová křivka se během srpna posunula po celé své délce vzhůru.** Centrální banka se tam nevymezila tak dramaticky proti dalšímu utahování jako ta česká, což umožnilo růst krátkého konce (+40 b. b. na 7,20 %). Na dlouhém konci dominoval samozřejmě efekt zahraničí, který se projevil v růstu desetiletých výnosů o 60 b. b. na 6,15 %.

## DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

V průběhu srpna byly formálně schváleny podmínky restrukturalizace cizoměnových ukrajinských státních dluhopisů - pozastavení kupónových plateb z ukrajinských státních dluhopisů (resp. jejich nepřetržitě načítání po další 2 roky a následně případná kapitalizace, tedy připsání kupónových plateb ve formě nových kusů dluhopisů) a dvouletému prodloužení splatnosti. Cílem je snížení tlaku na cash flow ze státního rozpočtu a získání času. Ukrajinská vláda se snaží včas řešit tlak na výdajovou stránku rozpočtu po dobu probíhající války, a proto zahájila otevřenou komunikaci s dluhopisovými věřiteli.

## MĚNY

**Dolar proti euru** během srpna nejdřív osciloval kolem 1,02, posléze však vlivem eskalující energetické krize a vlivem jestřábiho poselství šéfa Fedu z Jackson Hole opět zamířil až pod paritu. Koncem srpna se pak obchodoval právě na paritě.

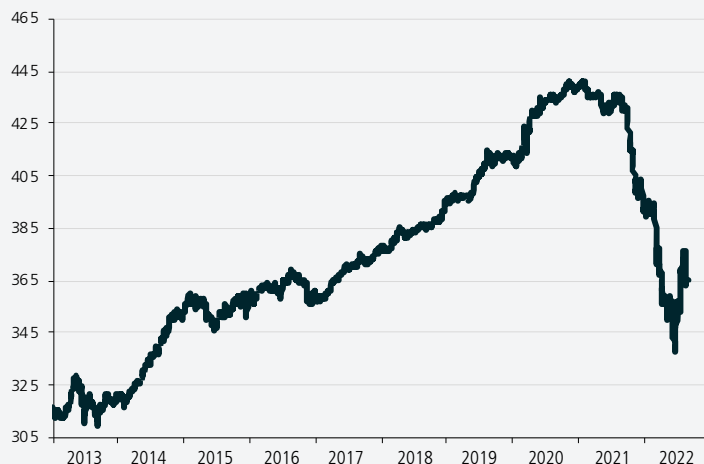
**Středoevropským měnám se v srpnu vedlo velmi podobně. Česká koruna** oscilovala mezi 24,30 a 24,60, ČNB ji pravděpodobně v tomto období moc pomáhat nemusela. **Polský zlotý** nejdřív v první polovině měsíce posílil až na 4,65, posléze se zase vrátil nad 4,70, kde byl i měsíc předtím. Relativně nejhůře na tom byl **maďarský forint**, který v srpnu opět atakoval předchozí minima (415) a až po dalším utážení měnové politiky se vrátil ke 400.

## INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

## BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



## BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

## DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Co se týče výhledů domácího oblibačního trhu, vnímáme nadále převahu faktorů či rizik tlačících na ještě pokračující, byť již pravděpodobně ne tak dramatický, růst českých dluhopisových výnosů, a to primárně v segmentu delších splatností.

Zprv je zde extrémní emisní aktivita vlády. V červnu představená rozpočtová strategie ČR plánuje na další roky deficity přesahující 300 mld. korun ročně a je možné, že to bude kvůli neadresnému charakteru pomoci (s energiemi atd.) ještě více. O nabídku dluhopisů se tak trh bát nemusí a lze očekávat, i s ohledem na dlouhodobou strategii Ministerstva financí, převahu nových emisí delších splatností. S pokračujícím zadlužováním samozřejmě roste i kreditní riziko.

Zadruhé, Česká republika je nechvalným „premiátem“ EU v jádrové inflaci. I když se Bankovní rada v srpnu rozhodla pro stabilitu sazeb (a i k ní se dostala poměrně nestandardními manipulacemi s modelem), domníváme se, že realita velmi vysoké inflace, napjatého trhu práce, obrovských strukturálních deficitů a růstu mezd daleko přesahujícího růst produktivity práce nakonec zvítězí a sazby ještě zamíří nahoru.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v zahraničí a FED i eurozóna utahují měnovou politiku. Je sice možné, že velké centrální banky pojedou v módu stop/go, ale trend k výrazně přísnější politice přetrvá. To bude pro regionální měny negativní; ze slabosti jejich měn totiž pak plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich sazby.

Technickým faktorem proti růstu domácích sazeb je domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopen absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). Dalším, fundamentálním, důvodem by následně mohla být hlubší a trvalejší ekonomická recese (minimálně v Evropě), která by pomohla zchladit současné silné (a zabydlující se) inflační tlaky. To ale v tuto chvíli nevnímáme jako pravděpodobný bezprostřední scénář. Proto se nadále domníváme, že české dluhopisy zejména delších splatností budou ještě dále výnosově růst a že jejich cenové dno jsme prozatím neviděli.

## DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

I polské dluhopisy mají ještě potenciál k dalšímu růstu výnosů, byť v jejich případě se domníváme, že výnosově atraktivní úrovně jsou již nadohled. Inflace je však prozatím velmi vysoko, zlotý zůstává slabý, polská vláda svými anti-inflačními balíčky prohlubuje deficit (a tudíž zvyšuje nabídku dluhopisů). Výnosová křivka by se proto měla v dalších měsících přiblížit k červnovým maximům, kde již bude dle našeho názoru atraktivní pro postupné budování pozic v dluhopisech středních a delších splatností.

## DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Pokračování války se pro ukrajinskou ekonomiku stává stále více vyčerpávající. Frontová linie se v uplynulých dvou měsících výrazněji neposunula a celý konflikt se dostává do zamrzlé fáze. V posledních týdnech nicméně zesílila distribuce finančních prostředků pro ukrajinskou vládu a dochází k plnému zapojení materiální podpory. Ta pomáhá ukrajinské armádě postupně budovat strategickou převahu a umožňuje pozvolné přípravy na protiútok. Zejména ničení muničních skladů a zásobovací infrastruktury zastavilo jakýkoliv postup ruské armády a snížilo intenzitu útoků, přičemž ruská aktivita se soustředí vesměs na udržení pozic a budování obrany. Západ je nadále silně zaměstnán dopady energetické krize, vyplývající ze snížených či přerušených dodávek plynu, což narušuje soustředění na bezproblémové a rychlé uskutečnění podpory. S blížící se zimou energetická nouze ještě zesílí, což bude živit populistické strany, erodovat politickou soudržnost Evropy a nahrávat snaze Ruska o vyřešení situace a vylepšování jeho vyjednávací pozici.

## MĚNY

U kurzu **aura proti dolaru** se domníváme, že se Evropě podaří současnou energetickou krizi zvládnout (asi za cenu regulace, ale jinak to nejde), že ECB bude muset být v utahování v budoucnu agresivnější než Fed a že očekávání toho, kam se sazby dostanou, budou růst u ECB rychleji než u Fedu. Protože je to právě (očekávané) relativní nastavení měnových politik, které nejvíce v minulosti hýbalo kurzem, myslíme si, že do konce roku dojde k návratu kurzu nejméně nad 1,05.

Poté, co ČNB v posledních měsících **koruně** za cenu mnoha miliard EUR bránila oslabit, se trh na nějakou dobu od spekulantů sázejících na oslabení koruny pročistil. I tak si však myslíme, že pro letošek má koruna svá maxima (z ledna: 24,20) již za sebou. Čekáme, že růst sazeb v USA a v eurozóně bude pokračovat a že naopak Bankovní rada ČNB bude nějakou chvíli otálet s dalším utahováním měnové politiky, i když bude zřejmé, že je potřeba. Proto očekáváme, že koruna letos již neposílí a spíše ze stávajících hodnot zamíří postupně k 25. Ostatně, pohled na forint nebo zlotý indikuje, že nad 25 a spíše u 25,50 by koruna již dnes byla, kdyby jí nedávno v cestě nestála ČNB; v obou zemích jsou přitom sazby podobné či vyšší než v ČR.

**Polský zlotý** je v horší situaci než česká koruna – za války, která je Polsku mnohem blíže než třeba ČR, bude silnější úrovně jenom vyhlížet, ve výraznější oslabování mu budou bránit pouze selektivní zásahy NBP. Až v případě míru a znovuobnovení tržní důvěry v cenovou stabilitu (tj., až když se začne zlepšovat inflační výhled) vidíme prostor k tomu, aby svou roli sehrál úrokový diferencál a aby zlotý posílil. Vzhledem k dalšímu očekávanému nárůstu eurových sazeb / výnosů tak letos nevidíme prostor pro výraznější

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

posílení, než je ke 4,60, s mnohem vyšší pravděpodobností však zůstane zlatý ještě slabší.

**Maďarský forint** je sice nyní měna s daleko nejvyšším úročením, ale blízkost Orbánova režimu Rusku na pozadí ruské agrese na Ukrajině budou pro forint i nadále negativní. I v případě uklidnění čekáme v nejlepším návrat mezi 360 a 380 forintů za euro. V situaci pokračujících rozepří s EU zůstane forint ještě slabší, tj. v nejlepším mezi 390 a 400 forinty za euro, spíše pak na horní straně tohoto pásma.

## AKCIOVÝ TRH

Akciové trhy na současných úrovních zaceňují mnohá očekávaná rizika. Dále bude záležet na tom, kdy dojde k ukončení bojů a uklidnění situace na Ukrajině. Dopady na ekonomické vazby mezi Evropou, Ukrajinou a Ruskem budou značné, což poskytne příležitosti pro mnohé společnosti. Klesající kupní síla domácností, očekávané zpomalení/poklesy ekonomik, vyšší úrokové sazby a nadále zpřetrhané dodavatelské řetězce povedou krátkodobě k poklesu zisků jednotlivých společností. Razance ekonomického zpomalení a dopad na ziskovost společností je velice těžko v tuto dobu odhadnutelná, avšak výrazná část tohoto scénáře je již, po propadech dluhopisů a akcií, zaceněna. I tentokrát věříme, že po slabším období nakonec vyjdou ekonomiky, domácnosti i akciové trhy z dlouhodobého hlediska silnější a zdravější než tomu bylo před krizí. V budoucích měsících očekáváme korekci cen plynu i elektřiny. K poklesu cen elektřiny povede ukončení oprav některých francouzských jaderných elektráren, splavnost Rýna, lepší vodní situace u norských a rumunských vodních elektráren nebo zkrátka více větru, kterého bylo v srpnu málo. Ceny plynu vyklesají z extrémně vysokých úrovní z důvodu „naplněnosti“ zásobníků s plynem v EU, pokračujících dalších dodávek plynu ze zemí mimo Rusko, dostavění dvou LNG terminálů v Německu do konce roku a hlavně propad spotřeby plynu ze strany domácností a firem. To by mohlo přispět k uklidnění nyní volatilní a nejisté situace.

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 zmenšovat na úkor rostoucích cen komodit, energií, potravin a jiného zboží. Dopady do jednotlivých ekonomik a společností budou individuální. Lépe by si tak mohla vést, od Evropy, vzdálenější americká ekonomika. Evropa naopak může ve střednědobém horizontu získat ze stahováním výroby z „rizikovějších“ regionů, 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.

## 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)