

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH



AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	1,13 %	USA	2,19 %	USD/EUR	1,05 %	Ropa Brent	-6,58 %
Evropa – DJ Stoxx 600	1,32 %	Evropa	2,27 %	CZK/USD	0,51 %	Zemní plyn	-21,72 %
Japonsko – Nikkei225	-1,22 %	ČR	2,57 %	CZK/EUR	1,54 %	Sil. elektřina	3,12 %
MSCI Emer. Mark.	-0,14 %	Polsko	1,53 %	PLN/EUR	-0,50 %	Zlato	3,71 %
ČR – PX	4,19 %	Maďarsko	3,25 %	HUF/EUR	-0,28 %	Stříbro	-1,02 %
Polsko – WIG30	-5,15 %	Turecko*	2,42 %	TRY/EUR	2,35 %	Měď	-3,70 %
Maďarsko – BUX	2,71 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Průmysl zůstává slabým místem evropské ekonomiky, z velkých zemí se růstově daří jen Španělsku.

Mezičtvrtletní tempo růstu HDP eurozóny dosáhlo dle prvního odhadu ve druhém čtvrtletí **0,3 % q/q**, což bylo stejné tempo jako v prvním čtvrtletí; meziroční tempo pak dosáhlo +0,6 %. Z největších ekonomik růstově dominovalo Španělsko, které podruhé v řadě přidalo 0,8 % q/q (a 2,9 % r/r), následováno Francií (+0,3 % q/q) a Itálií (+0,2 % q/q). Pro nás klíčové Německo nadále jen přešlapuje na místě: v posledním čtvrtletí minulého roku -0,4 % q/q, v prvním čtvrtletí letošního +0,2 % a v právě skončeném druhém čtvrtletí pokles o 0,1 % q/q. Jediná velká země, která již s prvním odhadem dat tradičně poskytuje i odhad struktury růstu, je Francie. Růstová struktura tam však nijak dobrá nebyla: její růst táhla jen vláda a zahraničí (export +0,6 % q/q a vláda +0,3 % q/q), poptávka domácností ve druhém čtvrtletí naopak jen stagnovala, fixní investice přidaly pouze 0,1 % q/q.

Tvrdá data zveřejněná během července byla slabá.

Maloobchodní tržby v prvním čtvrtletí vzrostly o 0,6 %, ovšem jen zásluhou silného března (+0,7 % m/m), zbytek byl překvapivě slabý (stagnace v lednu, pokles o 0,1 % m/m v únoru). Ani druhé čtvrtletí nejspíš, soudě i z agregátních dat za HDP, nebylo nijak silné: **maloobchodní tržby v prvních dvou měsících jen stagnovaly** (-0,2 % v dubnu, +0,1 % v květnu), koncem května tak byly mezi meziročně jen o 0,2 % vyšší.

Vzhledem k tomu, že trh práce je stále silný a že inflace zpomalila, je to překvapivé. **Míra nezaměstnanosti**, jež v prvním letošním čtvrtletí dosáhla v průměru 6,5 %, klesla **v dubnu na nové historické minimum 6,4 % a na něm i v květnu setrvala**. Nejnižší z velkých zemí je stále v Německu (3,3 %), nejvyšší ve Španělsku (11,7 %). Dále také **rostou vcelku rychle mzdy**. Index **sjednaných mezd**, který sleduje ECB, **přidal v 1. čtvrtletí meziročně 4,7 %**, což je navlas stejné tempo jako historicky nejvyšší tempo meziročního růstu dosažené ve třetím čtvrtletí minulého roku. Nominální náklady práce si také zachovávají velmi vysokou kvartální dynamiku: mezičtvrtletní tempo růstu v letošním 1. čtvrtletí dosáhlo 1,4 %, což je zřetelně nad předpandemickými hodnotami.

Průmyslové produkci se ani ve druhém čtvrtletí nedařilo, a pokračovala tak její slabost. V dubnu produkce sice ještě stagnovala, **v květnu pak ale poklesla o 0,6 % m/m, meziročně tak je nadále o 3 % nižší**. Nelichotivé je pak konstatování, že průmyslová produkce v eurozóně byla v květnu 2024 stejně velká jako v listopadu 2019 (a jen o 6,7 procenta vyšší než v květnu před deseti lety). To je zejména kvůli Německu, jehož produkce v důsledku výrazného poklesu v květnu (-2,4 % m/m) v prvních pěti měsících letošního roku klesla o 0,6 % a je tak stejně velká jako byla v říjnu 2010 (!) a o 9 % nižší než před deseti lety. To je skutečně mizerná bilance.

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu je přitom od návratu do růstového teritoria (tj. nad 50 bodů) stále vzdálený: **v letošních sedmi měsících dosáhl průměrné hodnoty 46,2 bodu**, což je sice lepší než ve druhém (44,7), třetím (43,2) i čtvrtém čtvrtletí (43,9 bodu) minulého roku, ale vzhledem k tomu, že poslední dva měsíce (červen, červenec) byly opět slabé (45,8 bodu, resp. 45,6 bodu), nelze čekat, že se průmysl hned tak zlepší. U **indexu IFO**, který mapuje podmínky v největší ekonomice eurozóny, jsme sice doted' pozorovali jistý **optimismus pro budoucnost** (index očekávání byl ještě **v květnu s více než 90 body** nejvýše za rok), ale i zde se situace v červenci zhoršila (86,9 bodu). Navíc, jako i předtím, hodnocení **stávající situace zůstává stále nízko** (87,1 v červenci, v podstatě neměnné již od srpna minulého roku). **V sektoru služeb je dle indexu PMI situace ve srovnání s průmyslem zřetelně lepší**. Poté, co se v únoru index vrátil **nad 50 bodů**, zůstává nad touto hranicí i počátkem třetího čtvrtletí: ve druhém čtvrtletí jeho průměr dosáhl 53,1 bodu, **v červenci pak hodnoty 51,9 bodu**. Služby jsou tedy v současnosti růstovým motorem ekonomiky.

Reálný růst mezd a historicky nejnižší nezaměstnanost se podepisují na důvěře domácností. Ta sice zdaleka ještě není na úrovni před ruskou invazí (v únoru 2022 -9,4 bodu), ale svou stávající hodnotou (**-12,2 bodu v červenci 2024**) je již daleko ode dna ze září 2022 (-28,6 bodu).

Jádrová inflace je nadála na úrovních nad cílem ECB – v posledních třech měsících do června 2024 přidala 0,8 % (a za poslední pololetí 1,7 %), což je v anualizovaném vyjádření zřetelně odlišné od „*poblíž, ale pod 2 procenty*“, jak svůj cíl specifikuje ECB. **Meziroční celková inflace dosáhla**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

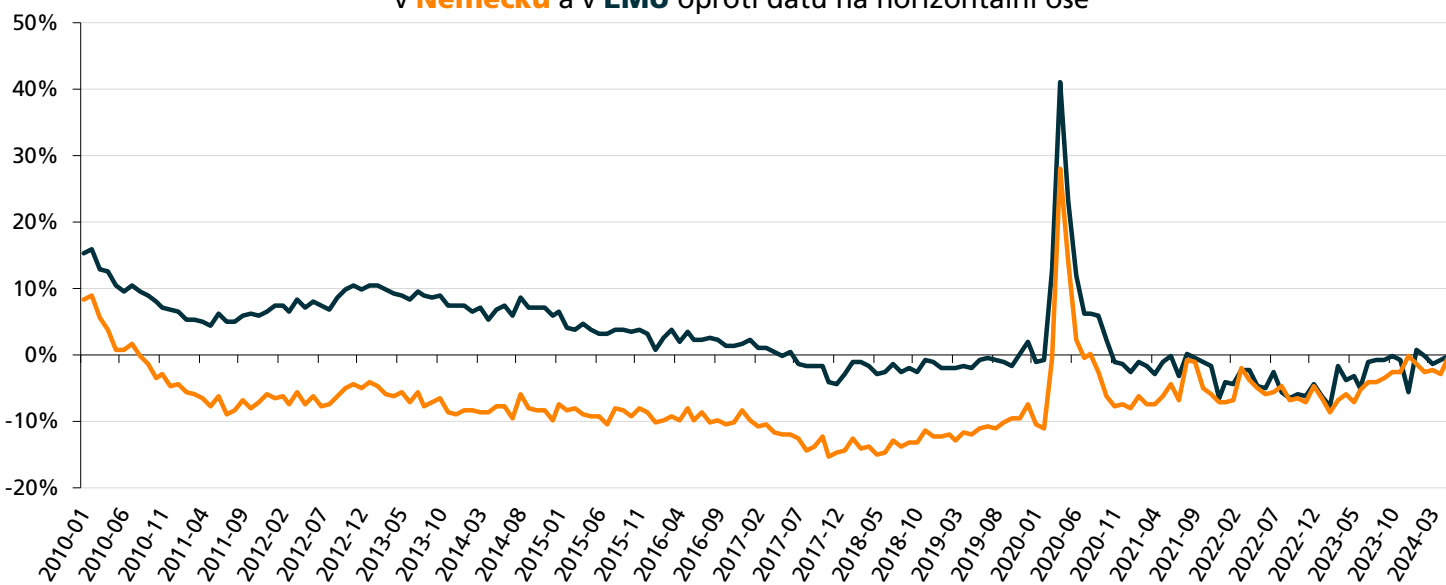
EMU

v červnu 2,5 %, jádrová 2,9 %. Dle [předběžných](#) dat se na tomto obrázku nic nezměnilo ani v červenci: celková inflace meziměsíčně stagnovala (meziročně tedy 2,6 % r/r), jádrová pak po sezonním očistění vzrostla o 0,3 % (meziročně dosáhla 2,9 %) a v posledním čtvrtletí tedy přidala 0,9 %. Růst cen služeb dosáhl 1,2 % m/m (a tedy 4 % r/r).

ECB na zasedání 6. června snížila sazby o čtvrt procentního bodu (na 3,75 %), na zasedání 18. července je pak ponechala bez změny. Žádné indikace, co by mohlo přijít v září, jsme se nedočkali, ECB si ponechala „všechny možnosti otevřené“. Největší obavy má ECB ze stále vysoké inflace ve službách a z růstu mezd, byť Lagardeová řekla, že jí poslední tempa nepřekvapila a že pro rok 2025 očekává zpomalení mezd s tím, jak se už v požadavcích zaměstnanců budou stále méně projevovat žádosti o „kompenzaci“ za vysokou minulou inflaci.

Průmysl eurozóny je stále velmi slabý, zejména vinou Německa

O kolik je průmyslová produkce dnes vyšší (+) či nižší (-)
v **Německu** a v **EMU** oproti datu na horizontální ose



Zdroj: Eurostat, dostupné [ZDE](#).

USA

Zpomalující trh práce nejspíš přivede FED ke snížení sazeb v září.

Růst americké ekonomiky ve druhém letošním čtvrtletí po slabším prvním čtvrtletí opět urychlil. Jeho tempo se sice nedostalo na rychlejší tempa z druhé poloviny minulého roku (4,9 % ve třetím a 3,4 % ve čtvrtém čtvrtletí 2023), ale ve srovnání s prvním čtvrtletím letošního roku (1,4 %) bylo anualizované mezičtvrtletní tempo růstu ve druhém čtvrtletí dvojnásobné. Na růstu se nejvíce podílela poptávka domácností (příspěvek +1,6 p. b.) a hrubé fixní investice (1,5 p. b., z toho 0,8 p. b. však činil příspěvek zásob). Negativním přispěvatelem tak byl jenom čistý export (-0,7 p. b.). Vláda růstu přidala 0,5 p. b.

Měsíční data zveřejněná během července 2024 potvrdila zejména dále ochlazující trh práce.

Reálné maloobchodní tržby poté, co v prvním čtvrtletí v důsledku lednového poklesu (o 1,4 % m/m) poklesly o 1 %, **nerostly ani ve druhém čtvrtletí.** V dubnu totiž poklesly o 0,5 % m/m, což nahoru revidovaný růst o 0,3 % m/m v květnu a stagnace v červnu samozřejmě nedokázaly vykompenzovat. Poptávka domácností je tak relativně slabá.

Trh práce je stále z historického pohledu silný, ale chladne. Míra nezaměstnanosti se v červnu dále zvýšila na 4,1 %, což je nejvíce od listopadu 2021. Rostou ale i další míry nezaměstnanosti – kupř. **míra U6** (zahnující kromě nezaměstnaných i ty, kteří pracují méně, než by chtěli, a ty, kteří hledání práce vzdali kvůli chybějící naději, že nějakou najdou, je nyní **7,4 %**, což je o 0,7 p. b. více než před rokem a (vyjma COVID-19) nejvyšší hodnota od března 2019. Vcelku rychlá ale nadále zůstává tvorba pracovních míst: více než milion nových pracovních míst v soukromém sektoru za první pololetí letošního roku je v měsíčním průměru (174 tis.) jen o něco málo méně, než jaký byl měsíční průměr v roce 2023 (192 tis.).

Dle průzkumu JOLTS v květnu mírně narostla i **míra volných pracovních míst**, a to z 4,8 % na 4,9 %. To je sice znatelně méně, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022) nebo hodnota před rokem (6,2 %), ale také citelně výše než dvacetiletý předpandemický průměr. **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti** je stále nízký, ale i zde mírně roste: v prvním čtvrtletí činil 210 tis., ve druhém 221 tis., zkraje třetího 234 tis. I tak jsou to ale z historického hlediska hodnoty velmi vzdálené typickým recesním úrovním (> 450 tis.).

Meziroční tempo růstu mezd také dále zvolnilo. Dle dat z tzv. Current Employment Statistics (CES) meziroční tempo růstu mezd v červnu dosáhlo 3,9 %, což je společně se stejným tempem v dubnu letošního roku nejpomalejší tempo růstu od června 2021. Kvartální dynamika také zpomalila: ve třech měsících do června dosáhlo čtvrtletní tempa růstu 0,9 %, pololetní pak necelá 2 %.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

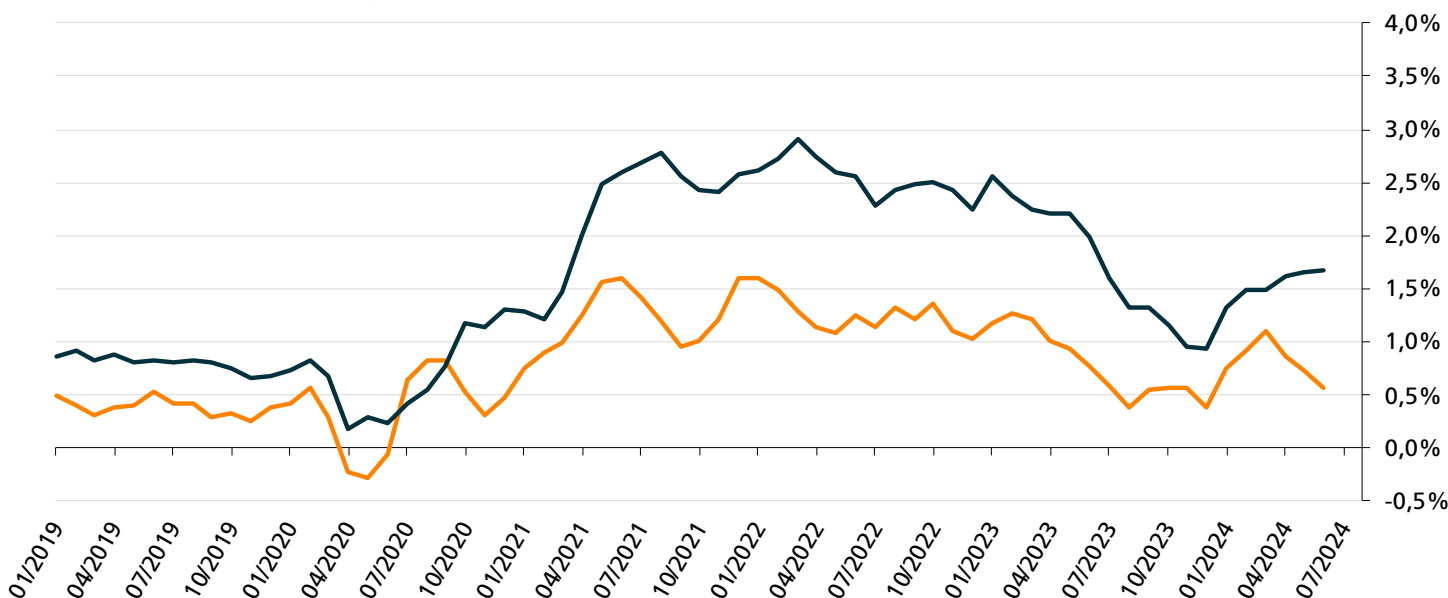
Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby bez letadel a zbrojní techniky klesly v prvním čtvrtletí o 0,3 %, ve druhém pak stejným mezikvartálním tempem vzrostly. Meziročně jsou reálně větší o 0,4 %. **Reálná průmyslová produkce**, která v prvním čtvrtletí letošního roku po revizích klesla o 0,2 % q/q, **ve druhém přidala 1,6 %** (zásluhou **růstu v květnu o 0,9 % a v červnu o 0,6 %**). Meziročně je průmyslová produkce v USA o 1,6 % vyšší, nachází se však jen na úrovni září 2018.

Jádrová PCE inflace v červnu dosáhla 0,2 % m/m, což společně s předcházejícími měsíci (duben +0,3 % m/m, květen ovšem jen +0,1 %) znamenalo, že kvartální dynamika ve druhém letošním čtvrtletí byla nejpomalejší od 4. čtvrtletí 2023 a také že je výrazně pomalejší, než byla v inflačních letech 2021–2022. To je poté, co v prvním čtvrtletí jádrová inflace překvapivě urychlila na 1,1 % (to bylo její nejrychlejší čtvrtletní tempo růstu od prvního čtvrtletí 2023), pro FED určitě vítaná zpráva. Takovou zprávou je pak i výrazné zvolnění tempa růstu cen tržních služeb na 0,5 % za poslední tři měsíce do června, což je nejpomalejší tempo od 1. čtvrtletí 2021.

Americká centrální banka v červenci ponechala sazby beze změny. Řekla však, že první snížení sazeb je velmi pravděpodobné již v září. Slabá data z trhu práce, která přišla po zasedání FEDu, pak to, že ke snížení sazeb FEDu skutečně v září dojde, v podstatě zpečetila.

Americká jádrová inflace ve druhém čtvrtletí výrazně zpomalila

Americká jádrová PCE inflace za poslední čtvrtletí a za poslední pololetí

Zdroj: FRED (dostupné [ZDE](#))

CEE3

ČR

Růst ve druhém čtvrtletí zůstal pomalý, jádrová inflace je nízká, ČNB tak dále snižuje sazby.

Dle předběžného odhadu růstu vzrostla **ekonomika ve druhém čtvrtletí** letošního roku o 0,3 % q/q, což bylo jen o desetinu procentního bodu rychlejší tempo než v prvním čtvrtletí. Meziroční tempo je pouhých 0,4 %. Struktura růstu prozatím zveřejněna nebyla, dle informací ČSÚ „mezičtvrtletní růst HDP ovlivnila rostoucí domácí poptávka, kterou podpořily hlavně vyšší výdaje na konečnou spotřebu, zatímco negativní vliv měla zahraniční poptávka.“ To by dávalo smysl – nízká inflace a solidní růst reálných mezd na jedné straně podporuje domácí poptávku, na druhé straně slabost Německa limituje náš export.

Měsíční data zveřejněná během července byla slabá.

Průmyslová produkce poté, co v prvním čtvrtletí výrazně poklesla (o 2,6 % q/q), má za sebou i slabé první dva měsíce druhého čtvrtletí. Zejména květnový pokles o 2,2 % m/m (-3,2 % r/r) nejspíš znamená, že i celé druhé čtvrtletí, v němž chybí ještě červnová data, se neslo ve znamení poklesu (shora uvedený komentář ČSÚ tomu nasvědčuje). Květnová produkce tak je stejně velká jako byla kupříkladu v průměru v roce 2017.

Takový vývoj odpovídá tomu, co naznačoval index **PMI**: v dubnu totiž index dosáhl 44,7 bodu, v květnu pak 46,1, v červnu (45,3 bodu). Ani hodnota indexu za červenec (43,8 bodu, nejnižší hodnota od ledna) pak nedává moc důvodů vyhlížet zlepšení pro třetí čtvrtletí. Ve druhém čtvrtletí i zkraje třetího čtvrtletí totiž dále klesaly nové zakázky (v červenci tempem nejrychlejších od letošního února, ze zahraničí zejména u objednávek z Francie a Německa), což se projeví v produkci nejspíše ve třetím čtvrtletí.

Index důvěry firem měřený ČSÚ se poté, co se v červnu vymanil z úzkého pásma mezi 0 a 7 body, v němž se pohyboval od června minulého

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

roku, a co dosáhl nejvyšší hodnoty (9 bodů) od dubna 2023, se v červenci opět do tohoto pásma svou hodnotou (5,8 bodu) vrátil. Nadále je tak výrazně pod hodnotami (13–15 bodů), na kterých se tento ukazatel pohyboval v letech 2014–2019. To je ve světle indexu nákupních manažerů dalším potvrzením, že zlepšení situace v průmyslu zůstává v nedohlednu.

Spotřebitelská důvěra se po prosincovém propadu na –23,5 bodu a dle očekávání (zpomalující inflace, neexistující nezaměstnanost, solidní růst mezd nedávaly důvody k takovému propadu) během letošního roku **výrazně zlepšila**, a to až na –7 bodů v dubnu. To byla nejvyšší hodnota tohoto ukazatele od září 2021 (–6,8 bodu), tj. důvěra byla koncem dubna již výš než v měsících před vpádem Ruska na Ukrajinu či před počátkem energetické krize. **Od května se však důvěra překvapivě opět mírně zhoršuje**: v červnu na –9,5 bodu, v červenci dokonce na –11,8 bodu. I tak je však mnohem výš, než kdy byla v letech 2021–2023.

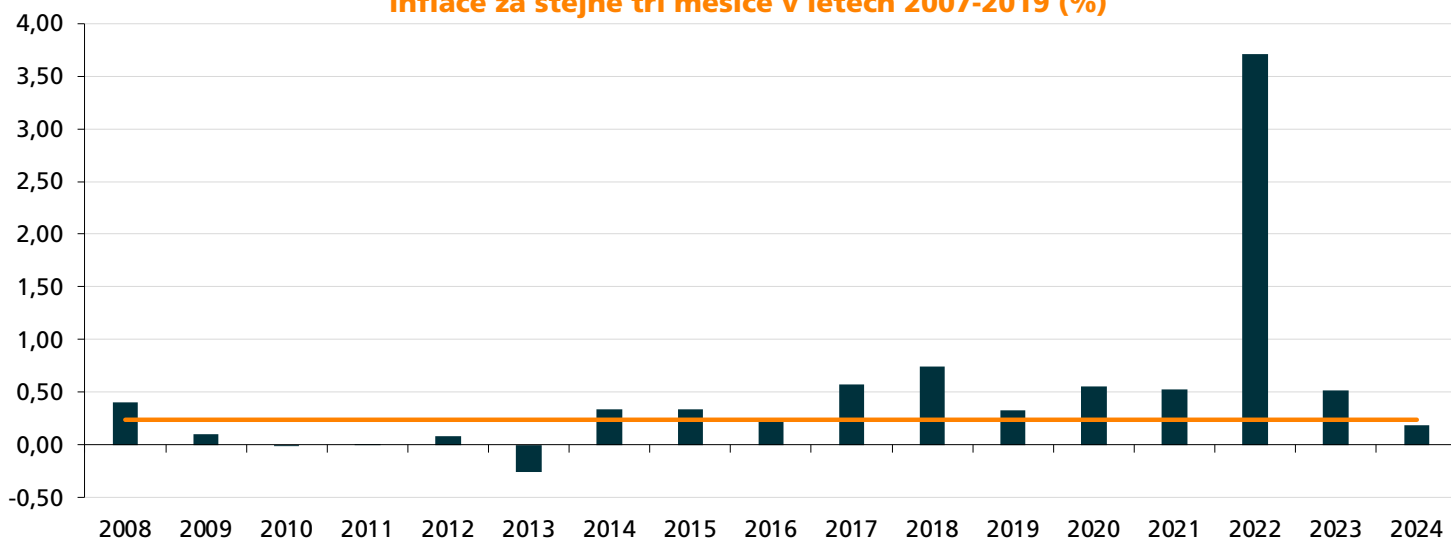
Na maloobchodních trzích byl tento růst důvěry (a tedy shora zmíněné zlepšení ve fundamentech) vidět: poté, co ve 4. čtvrtletí přidaly 1,6 % q/q, **vzrostly tržby v 1. čtvrtletí 2024 o 1,5 %**. To bylo nejrychlejší tříměsíční tempo od postcovidového oživení v květnu–červenci 2021. I když by v dalších měsících tržbám měly pomoci také klesající krátkodobé úrokové sazby, které by měly dále snížit stále velmi vysokou míru úspor domácností, v dubnu ani v květnu se tak zatím nestalo: **tržby v obou měsících meziměsíčně jen stagnovaly**. Meziročně byly tržby v květnu vyšší o 3,9 %.

Česká spotřebitelská inflace vzrostla v lednu o 1,5 % m/m, v únoru o 0,3 % m/m, v březnu o 0,1 % m/m, v dubnu opět o 0,7 %, v květnu stagnovala a **v červnu zásluhou cen pohonných hmot a potravin dokonce klesla o 0,3 %**. Jádrová inflace poté, co v březnu až květnu každý měsíc přidala jen 0,1 % m/m, v červnu stagnovala. Meziroční inflace dosáhla 2 %, u cen služeb však 4,9 % (ceny zboží +0,2 %). Cenový vývoj je tak, mimo segmentu služeb, v normě, kterou požaduje ČNB.

I přes rychlý růst cen služeb ČNB, který je dle ČNB spíše [dozvukem minulé inflační vlny](#), nikoliv hrozbou pro budoucnost, na zasedání koncem června opět snížila sazby o 50 b. b. na 4,75 %. ČNB však upozornila, že veřejnost nemá „očekávat další výraznější snižování úrokových sazeb“, a to proto, že bankovní rada vidí proinflační rizika. ČNB také řekla, že „s tím, jak se sazby postupně přibližují k neutrálním hodnotám, je pravděpodobné, že bankovní rada tempo zmírňování restriktive měnové politiky na příštích jednáních zpomalí nebo sazby na nějaký čas ponechá na stávající úrovni.“ ČNB tak vysílá signál, že na návrat k úrovni sazeb před pandemií máme zapomenout. **Na zasedání počátkem srpna pak snížila ČNB sazby už jen o 25 b. b. na 4,50 %, což bylo zhruba v souladu s tržním očekáváním**. Nová prognóza nepřinesla nic zásadního: u koruny ČNB nečeká prakticky žádné posílení (v roce 2025 čeká kurz 25 korun za euro), sazby klesnou lehce pod 4 % v roce 2025.

Jádrová inflace je nízko

Kumulativní jádrová inflace za 2.čtvrtletí daného roku v ČR a průměr této inflace za stejné tři měsíce v letech 2007-2019 (%)



Zdroj: ARAD

POLSKO

Silný reálný růst mezd, napjatý trh práce a oživení poptávky domácností nedovolují polské centrální bance snižovat sazby.

Polská ekonomika přidala (po sezonním očistění) **v 1. čtvrtletí +0,5 % q/q** (1,3 % r/r), což bylo na kvartálním základě proti stagnaci ve čtvrtém čtvrtletí vítané zlepšení. Na mezičtvrtletním růstu se nejvíce podílela poptávka domácností (+2,1 % q/q), na meziročním růstu pak shodně poptávka domácností (s příspěvkem +2 p. b.) a vlády (+ 1,9 p. b.). Již pět čtvrtletí po sobě (a poslední tři výlučně) růstu ubíraly zásoby: vzhledem ke zlepšené

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

poptávce domácností se dá očekávat, že se brzy tento jejich negativní příspěvek překloupí v příspěvek pozitivní. První odhad druhého čtvrtletí, kde by již takové překlopení mohlo být patrné, bude zveřejněn v polovině srpna.

Měsíční data zveřejněná během července byla dobrá: poptávka domácností dále rostla, průmysl také.

Průmyslová produkce si v prvním čtvrtletí nevedla dobře. Klesla totiž v každém jeho měsíci, zásluhou výrazného poklesu v březnu (o 5,5 % m/m, zejména vinou poklesu v sektoru těžby a dobývání) tak za celé čtvrtletí odepsala produkce bezmála 6 %. Tento vývoj však byl, dle očekávání, zastaven a otočen zkraje druhého čtvrtletí, kdy produkce v dubnu přidala meziměsíčně 7 %. **V květnu pak zaznamenala produkce meziměsíční pokles o 2,1 % a v červnu růst o 1,3 %**, což znamenalo, že za první polovinu roku letošního roku je produkce o procento nižší ve srovnání s koncem minulého roku.

Ačkoliv volatilita měsíčních průmyslových dat byla v 1. čtvrtletí vysoká, index **PMI** naznačoval, že se produkce v prvních měsících roku meziročně nedostane ke stagnaci (průměrná hodnota v 1Q24 činila 47,7 bodu) a také to, že ani druhé čtvrtletí nebude žádná sláva – v dubnu se totiž index dostal na 45,9 bodu, v květnu i **v červnu pak dokonce až na rovných 45 bodů** (to byly nejhorší hodnoty za posledních 7 měsíců). **V červenci dosáhl index nejvyšší hodnoty za 4 měsíce** (47,3 bodu) a nové exportní objednávky klesly nejméně od listopadu, takže sice nelze čekat nějak hvězdný růst, ale tempo by se snad k meziroční stagnaci ve třetím čtvrtletí přiblížit mohlo.

Reálné maloobchodní tržby v prvním čtvrtletí přidaly mezičtvrtletně více než 3 % a ačkoliv začátek druhého byl volatilní (v dubnu -3,5 % m/m, v květnu +3,3 % m/m), **zásluhou červnového růstu o 1,5 %** bylo i **druhé letošní čtvrtletí růstové**. V meziročním srovnání dosáhl tempo růstu maloobchodu v červnu 4,4 %, za první pololetí letošního roku jsou tedy tržby meziročně vyšší o 4,9 %. Daří se prodejem vozidel (+25 % r/r reálně za první pololetí) i paliv (+12,3 %).

Je rovněž evidentní, že maloobchodu pomáhá trh práce. Míra nezaměstnanosti je stále velmi nízká, od února se po sezonním očištění neustále nachází na **historickém minimu 5 %**. Nepřekvapí pak tedy určitě ani to, že dále rostou mzdy – meziroční tempo **růstu nominálních mezd** dosáhlo **v červnu 2024 11 %** (na 8140 PLN, tj. přes 48 tis. Kč). To vzhledem k poklesu meziroční inflace znamená, že r/r tempo růstu reálných mezd je nyní velmi výrazné, skoro dvouciferné.

Měsíční dynamika cenového vývoje v letošním roce ale naznačuje, že s inflačním pnutím nemusí být konec. V prvních 6 měsících celková cenová hladina vzrostla o 2,4 % a urychlila také jádrová inflace, jejíž kvartální tempo je 1 % (tj. anualizovaně 4 %) a pololetní 2,4 % (anualizovaně skoro 5 %). Jedinou dobrou zprávou pro polskou centrální banku je, že poslední dva měsíce druhého čtvrtletí přinesly mírnější dynamiku jak celkové inflace (0,1 % m/m a 0,1 % m/m), tak jádrové inflace (0,1 % a 0,2 % m/m); vzhledem k růstu mezd to ale nejspíš nebude trvalé. Podobně jako v ČR i v Polsku **cenový růst táhnou převážně služby**, které jsou koncem prvního pololetí meziročně dražší o 6,1 % (oproti konci roku 2023 jsou pak dražší o 3,9 %); inflaci pak tlumí růst cen zboží (+1,6 % oproti konci 2023).

Centrální banka poté, co v září minulého roku překvapila trhy nečekaně velkým snížením sazeb o 0,75 p. b. a co pokračovala ve snižování sazeb i v říjnu, **ponechala** vzhledem k reakcelaci měsíční dynamiky inflace **sazby od listopadu (a celý letošní rok nevýmaje) bez změny na 5,75 %**. Nová prognóza, představená na posledním zasedání, nepřinesla nic výjimečného: centrální banka se obává, že deregulace cen energií inflaci opět zvýší, což v situaci napjatého trhu práce a beztak rychlého růstu mezd hrozí prodloužením období inflačních tlaků. Centrální banka tak zopakovala, že letošní snížení sazeb je krajně nepravděpodobné.

MAĎARSKO

Maďarská centrální banka opět snižuje sazby, byť je růst reálných mezd odpoután od fundamentů a měsíční inflační dynamika nekonzistentní s inflačním cílem.

Dle prvního odhadu se **ekonomika ve druhém čtvrtletí překvapivě smrskla o 0,2 % q/q**, navíc byl revidován i růst za předchozí čtvrtletí z 0,8 % na 0,7 % q/q. **Meziročně byla ekonomika** po kalendářním očištění **větší o 1,3 %**. Struktura růstu bude zveřejněna až počátkem září, takže nelze dovodit, co přesně stálo za tímto negativním překvapením (očekávání trhu dle agentury Bloomberg bylo nastaveno na kladný růst o 0,5 % q/q), ale maďarský statistický úřad informoval o slabém růstu přidané hodnoty v průmyslu. Vzhledem k značné orientaci maďarského průmyslu na auta by to dávalo smysl.

Zřejmě se však musela zhoršit i poptávka domácností. To by naznačoval i vývoj maloobchodních tržeb, jakkoliv v maďarském případě nejsou vždy spolehlivým vodítkem pro to, jak se vyvíjí celková reálná poptávka domácností. Tak jako tak však tržby ve **druhém čtvrtletí v dubnu a v květnu prozatím poklesly o 0,8 % m/m**. Meziročně byly koncem května o 3 % vyšší.

Takový vývoj je vzhledem k fundamentům trhu práce překvapivý. Míra nezaměstnanosti ve druhém čtvrtletí **mírně klesla**, a to na 4,4 %. Je to sice hmatatelně více než bylo historické minimum z poloviny roku 2022 (3,3 %), ale nadále je to hodnota velmi nízká, nedaleko od plné zaměstnanosti. **Růst mezd proto stále pokračuje velmi vysokým tempem**: za celý rok 2023 i za první čtvrtletí 2024 dosáhl růst mezd 14,2 % r/r, **v květnu pak skoro 15 %**. Od října 2023 (a tudíž poprvé od srpna 2022) rostou také reálné mzdy, nyní skoro dvouciferným tempem. To zavání, podobně jako v Polsku, znovuoživením inflačních tlaků.

Průmyslová produkce poté, co za první čtvrtletí mírně klesla (o 0,6 %), klesla – nestal-li se v červnu zážrak – nejspíš i ve druhém čtvrtletí. Duben byl totiž slabý, když produkce po sezonním očištění klesla meziměsíčně o 0,7 %, a **v květnu pak klesla o 1,1 %**; meziročně je pokles za prvních

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

MAĎARSKO

5 měsíců letošního roku 2,4 %. Důvodem je zejména pokles produkce dopravní techniky, který v prvních pěti měsících oproti stejnému období roku 2023 dosáhl 5,1 %.

Druhé čtvrtletí tak jako jinde v regionu bylo, co se cenového vývoje týče, utlumené. **Celková cenová hladina** poté, co v 1Q24 oproti konci roku 2023 vzrostla o 2,2 %, **v dubnu přidala dalších 0,7 % m/m, v květnu poklesla o 0,1 % a v červnu stagnovala.** V meziročním vyjádření byla inflace v červnu tedy 3,7 %, což bylo stejné tempo jako v únoru letošního roku a (s výjimkou března 2024, kdy dosáhla 3,6 %) také nejnižší od začátku roku 2021. Jádřová inflace přidala v březnu a v dubnu 0,8 %, v květnu i v červnu pak 0,5 % m/m, což je znatelně více než v prvních dvou měsících letošního roku (0,4 % a 0,2 %). Podobně jako v ČR nebo v Polsku **rostou rychle služby: v červnu vzrostly o 9,7 % r/r.**

Maďarská centrální banka (NBH) od listopadu minulého roku snižuje sazby (nejdřív v listopadu, v prosinci i v lednu vždy o 75 b. b., v únoru o 1 p. b.), letošní rok nevyjímaje: sazby snížila na každém zasedání, **na červnovém i červencovém zasedání pak vždy o 0,25 p. b. na stávajících 6,75 %.** To bylo lehce v rozporu s tiskovkou z červnového zasedání, kde centrální banka řekla, že měnová politika vstupuje teď do nové fáze, a i když centrální banka neohlásila formální konec snižování sazeb, poměrně jasně naznačila, že další snížení sazeb už nemusí přijít. Nakonec tedy v červenci sazby klesly o dalšího čtvrt procentního bodu, a to i přesto, že centrální banka čeká, že inflace bude na horní hranici tolerančního pásma a že jádřová inflace bude koncem roku kolem 5 % (měsíční dynamika je přitom dnes dokonce horší, než by dosažení takové hodnoty odpovídalo). Roli ve snížení tak dle slov viceguvernéra Virága sehrálo očekávané snížení sazeb v USA v září.

ROPA

Cena ropy se v březnu vyšplhala až na nejvyšší hodnotu od října (od vypuknutí konfliktu v Gaze), když koncem března dosáhla hodnoty jen lehce pod 90 dolary za barel. Důvodem březnového růstu byla očekávání, že OPEC+ nezmění své těžební kvóty před červnovým zasedáním, pokračující útoky na ruskou energetickou infrastrukturu a klesající počet aktivních těžebních souprav v USA. V dubnu s tím, jak se po amerických inflačních číslech na trh vrátila obava z vyšších úrokových sazeb, a s tím, jak se snížila pravděpodobnost většího konfliktu na Blízkém východě, cena ropy opět zamířila pod hranici 80 dolarů za barel. Od května pak ropa osciluje mezi 74 a 84 dolary za barel, během července byla vesměs v horní polovině tohoto pásma.

AKCIOVÉ TRHY

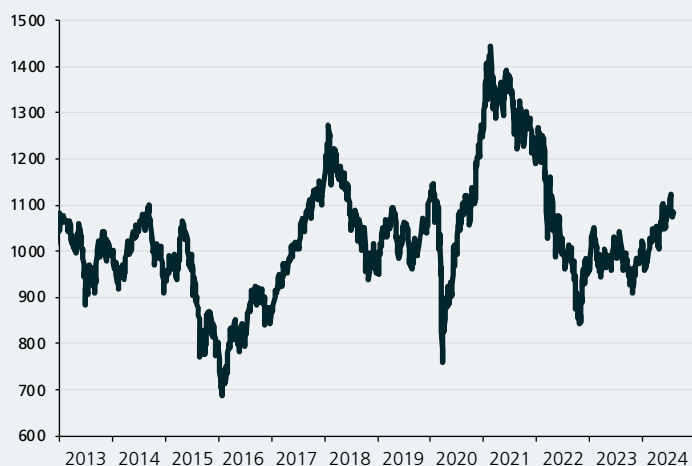
Červenec byl pro vyspělé akciové trhy relativně dobrým měsícem. Zvýšená volatilita byla způsobena příchodními makrodaty a politickým vývojem v US. Slabší než očekávané údaje o inflaci a mírné zhoršení trhu práce bylo trhem vstřebáno jako blížící se započítání snižování základních úrokových sazeb FEDem. Při klesajících požadovaných výnosech dluhopisů se dařilo akciím společností s malou kapitalizací, u nichž se snížení nákladů na financování projeví nejvíce. Preference mezi velkými a malými společnostmi se také střídala na základě politických zpráv před a po odstoupení současného prezidenta Bidena a z blížících se voleb. Technologický index Nasdaq ztratil jedno procento. Zveřejněné výsledky hospodaření společností za druhé čtvrtletí vyzněly rozpačitě, s mírným zaostáním některých velkých

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

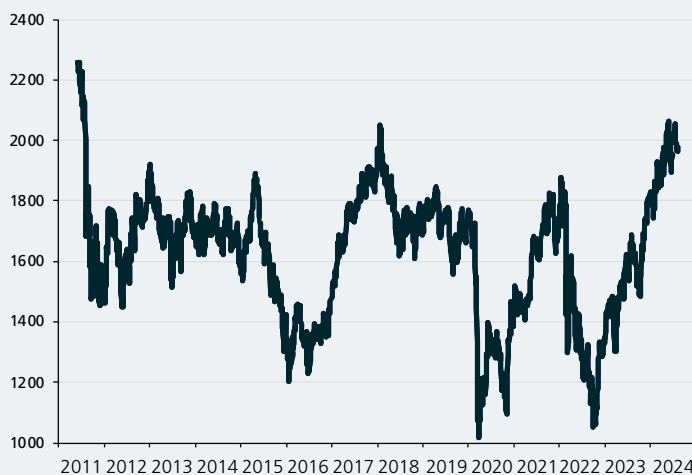
MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ TRHY

společností, jako např. Microsoft, který zaostal za odhady v segmentu cloudu. V Evropě stále rezonovaly volby v UK a Francii, což vedlo k také volatilnímu průběhu. Americký index S&P500 si meziměsíčně připsal 1,1 %, evropský index DJ STOXX600 pak 1,3 %.

Vývoj na akciových trzích střední Evropy byl smíšený. Většina trhů skončila s mírnými zisky, největší polský trh však skončil ve ztrátě (index WIG30 -5,1 %). Za propady polského trhu nebyly zvláštní důvody. Méně se dařilo tamním bankám, které si v uplynulém roce připsaly výrazné zhodnocení. Nyní tak jejich velká váha táhla celý index směrem dolů. Z českých akcií (index PX +4,2 %) se dařilo všem finančním institucím, v čele s Erste bank (+10,3 %). Rumunské akcie si připsaly +2,1 %. I tam si slušné zisky připsaly banky BRD a Transilvania, doprovizeny akciemi energetických společností, např. Petrom. Nova Ljubljanska banka si při příznivě nastavených měnových politikách centrálních bank připsala +5,9 %. V Maďarsku byl premiantem Gedeon Richter, reagující na dobré hospodářské výsledky s pozitivním výhledem.

Akcie na rozvíjejících se trzích v červenci zaostávaly za vyspělými trhy, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD skončil lehce v mínusu -0,1 %. Vývoj byl podobný jako v Evropě či USA – nedařilo se především technologickým společnostem jako jsou výrobci čipů a akcie spojené s AI. Akcie na Taiwanu odepisovaly 3,7 %, v Hong-Kongu 2,1 % a korejské pak 1 %. Čínské domácí tituly (A-Shares) bez výraznějších kurzotvorných zpráv přešlapovaly na místě a skončily s malou ztrátou -0,6 %. Nejlépe se naopak vedlo indickým akciím (+3,4 %), kladné zhodnocení dosáhly akcie v Thajsku, Malajsii či Filipínách. Ze ztrát z předchozích měsíců se částečně oklepaly trhy v Latinské Americe (Brazílie +3 %, Mexico +1,3 %). Zisky investorů zde ale nadále tlumí slábnoucí kurzy domácích měn (vůči USD či EUR).

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Poté, co v dubnu došlo vlivem vyšší americké inflace k výraznému nárůstu výnosů jak na americké, tak na německé výnosové křivce, a to po celých jejich délkách, jsme během dalších tří měsíců prošli tak výraznou korekcí, že dnes jsou již výnosy vesměs pod hodnotami ze začátku dubna. Důvodem je samozřejmě benigní inflace, podporující očekávání, že v USA v září začne (a v eurozóně bude pokračovat) snižování sazeb.

Americké dvouleté výnosy tak v červenci klesly na 4,35 % (35 b. b. pod hodnotou z konce prvního čtvrtletí), desetileté pak na 4,15 % (15 b. b. pod hodnotou z konce března). Na německých dluhopisech se dvouletý výnos dostal na 2,5 % (-30 b. b. pod koncem 1. čtvrtletí) a desetiletý na 2,3 % (stejný jako koncem března).

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Tzv. total return index (TRI) koncem července v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce přidal zhruba stejně (0,4 %) jako v předcházejících třech měsících; u jejich spekulativních protějšků pak 1 % (vs. +0,3 % v červnu).

V případě dolarových instrumentů došlo po výrazném dubnovém poklesu (jak u investičních, tak u spekulativních dluhopisů, o 3,2 %, resp. o 1,1 %) v dalších měsících, červenec nevyjímaje, k růstu, který kopíruje vývoj na trhu státních dluhopisů: od konce dubna tak TRI přidal 4,9 % (u investičních), resp. 4 % (u spekulativních) instrumentů. V samotném červenci to bylo 2 %, resp. 1,8 %.

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR po výrazném růstu v červnu (+16 %, resp. +8 %) v červenci výrazně poklesly, a to o 9,7 %, resp. 7,4 %. Ve srovnání se začátkem roku jsou tak o 5,5 %, resp. o 4,8 % nižší.

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka během července dále mírně poklesla. Dvouletá splatnost klesla díky pokračující nízké inflaci a snižování sazeb ČNB na 3,7 % (–10 b. b. oproti konci března), desetiletá splatnost pak hlavně vlivem klesajících výnosů v zahraničí na 3,8 % (–25 b. b. oproti konci března).

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku došlo v červenci k dalšímu poklesu výnosů podél celé křivky: dvouletý výnos klesl o cca 13 b. b. na 5,03 %, desetiletý výnosy pak klesl o 20 b. b. na 5,55 %. V Polsku výnosy ještě neklesly zpátky na úroveň z konce prvního čtvrtletí, limitujícím faktorem výraznějšího poklesu byla zejména neochota polské centrální banky snižovat sazby.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Turecká ekonomika zůstává i nadále velmi odolná vysoce inflačnímu prostředí, zvýšení úrokových sazeb se nicméně postupně propisuje do spotřebitelské aktivity. Fiskální politika vlády by po nedávných volbách neměla do budoucna být již tolik proinflační. Centrální bance se prostřednictvím regulatorních opatření daří snižovat poptávku domácích střadatelů po dolarové likviditě a celkově omezovat tlak na tureckou liru. Výnosy tureckých dluhopisů ani v červenci nedoznaly větších změn. Měnový kurz TRY za pomoci restriktivní ortodoxní měnové politiky zůstal stabilní, resp. pouze nepatrně oslaboval.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ukrajinské státní dluhopisy v UAH v červenci mírně rostly. Dolarové státní instrumenty, které na základě spekulací o podmínkách restrukturalizace zaznamenaly výrazný cenový růst nejprve v březnu a následně tento pohyb korigovaly, se v červenci dočkaly potvrzeného návrhu podmínek a jejich ceny opětovně silně stoupaly. Návrh, který má aktuálně předjednanou podporu 25% části věřitelů, předpokládá 37% odpis nominální hodnoty dolarových dluhopisů a jejich přeměnu do dvou nových tranší. Ty ponese postupně se zvyšující kupóny a v případě druhé tranše nabídnou potenciální možnost zvýšení konečných výplat na základě výkonu ukrajinské ekonomiky v roce 2029. O návrhu bude oficiálně hlasováno v průběhu srpna/září.

MĚNY

Dolar proti euru v červnu a v červenci jen bez trendu osciloval mezi 1,07 a 1,09 USD/EUR. **Polský zlotý** od lokálního minima v polovině června (4,35) posiluje, v červenci se na chvíli dostal až na dohled 4,25 PLN/EUR, měsíc však zakončil o cca procento nad touto hranicí. K relativně dobrým výkonům (kupř. ve srovnání s CZK) mu pomáhá centrální banka, která nesnižuje sazby. **Česká koruna** ukončila v červnu své posilování z předchozích dvou měsíců, jehož maximem byl počátek června, kdy se dostala až pod 24,60 CZK/EUR. Ve druhé polovině června se vrátila zpátky přes hranici 25 korun za euro, v červenci pak toto oslabování pokračovalo a koruna se dostala až na 25,40 CZK/EUR. **Maďarský forint** od května jenom kolísá v pásmu 390 a 397 HUF/EUR.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Pokles výnosů v zahraničí společně s inflací stlačil křivku českých swapů a potažmo křivku výnosů státních dluhopisů pod 4 %. Vzhledem k vývoji deficitu (–180 mld. v prvním pololetí), k vývoji inflace (která už je na cíli ČNB, kde však riziko z přetrvávajícího růstu služeb a z růstu mezd je proinflační) a k tomu, že ČNB se dle slov některých představitelů již se základní sazbou blíží odhadované neutrální sazbě (3,5 %) nevidíme z domácího prostředí důvod pro další pokles výnosů (spíše naopak). Neznámou je vývoj v zahraničí, kde by případný pokles výnosů mohl posunout i českou křivku níž. Pokud FED překvapí rozsahem snížení v září (nebo pokud si to trh bude myslet), můžeme letos vidět další pokles delších výnosů.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku centrální banka po předvolebním snížení sazeb před skoro rokem již sazby dále nesnižuje – stále napjatý trh práce, silný růst mezd či urychlující jádrová inflace způsobily, že si dává dlouhou pauzu. To se podepisuje i na výnosech. S obnovením cyklu snižování sazeb lze čekat pokles výnosů, otázkou však je, kdy k němu dojde – letos to na nic takového vzhledem k vývoji mezd nevypadá. Riziko snížení výnosů v zahraničí je zde však stejné jako v ČR.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Vzhledem k očekávanému vrcholu inflačních tlaků s poklesem inflace blíže 40 % ke konci roku a nyní již kladným reálným úrokovým sazbám (při analýze posledních tří meziměsíčních nárůstů), předpokládáme stabilizaci vývoje měnového kurzu díky ponechání vysoké úrovně sazeb centrální banky (základní úroková sazba zůstane na/nad 50 % v kombinaci se zpřísněním regulatorních požadavků mezibankovního trhu týkajících se likvidity) a další nárůst aktivity zahraničních investorů. Základním předpokladem je absence politicky motivovaných zásahů do složení centrální banky a zachování konstruktivního přístupu ministerstva financí.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ukrajina i nadále jedná jak s Mezinárodním měnovým fondem, tak s mezinárodními věřiteli o dalším vývoji a restrukturalizace zahraničního dluhu. Na stole je aktuálně návrh, předpokládající 37% odpis nominální hodnoty a zdá se, že má poměrně výraznou naději na schválení. Scénáře, implikované programem Mezinárodního měnového fondu ukazovaly varianty restrukturalizace od téměř sto procentního odepsání cizoměnového dluhu po aktuálních cca 40 %. Je zde nicméně vysoká citlivost na vstupní parametry, zejména v podobě úrovně HDP, nastaveného cílového poměru dluhu a celkové výpůjční potřeby a dluhové služby. Objem restrukturalizovatelného zahraničního dluhu je cca 28,5 mld. USD (20 % celkového dluhu). Trh se aktuálně kloní spíše k mírnější a postupné variantě s prodloužením splatnosti a redukcí kuponových plateb. Tento návrhu bude s největší pravděpodobností schválen, každá další jiná varianta by s velkou pravděpodobností přinesla horší podmínky.

MĚNY

U kurzu **dolaru proti euru** se na našem očekávání nic nemění, nadále vidíme jako fundamentálně (tj. vzhledem k očekávanému vývoji měnových politik ECB a FEDu) odůvodnitelné setrvání kurzu v pásmu 1,05–1,10 USD/EUR.

Česká koruna v souladu s naším očekáváním opět oslabila nad hranici 25 korun za euro. Vzhledem k tomu, že **ČNB je agresivnější než FED či ECB ve snižování sazeb** (sazby ČNB jsou dnes již nižší než v USA), **nevidíme prostor pro posilování koruny**. Dle nás tak koruna zůstane nad 25 korunami za euro v celé druhé polovině roku, i když občasný náhled pod tuto hranici vyloučit nelze.

Polský zlotý nemá pevné makroekonomické základy, a navíc mu centrální banka sebrala minulý rok na podzim i berličku v podobě (vyšších) úrokových sazeb, které jsou dnes již jen velmi lehce nad sazbami v USA. Dle nás tak zlotý zůstává zranitelný a hodnoty mezi 4,20 a 4,30 PLN/EUR vidíme jako maximum možného. Pokud se někam v příštích měsících vydá, pak dle nás na slabší úroveň.

Maďarský forint také nemá žádný důvod posilovat: úrokový diferencál se smršťuje, deficit běžného účtu i rozpočtu jsou velké. Podobně jako u zlotého, pokud se dočkáme výraznějšího pohybu, pak spíše ještě ke slabším úrovním.

AKCIOVÝ TRH

Probíhající korekce na akciových trzích začátkem srpna potvrdila náš dřívější výhled, že je zacílená na některé drahé technologické společnosti. Náš výhled se nemění. Stále očekáváme zvýšenou volatilitu na trzích, způsobenou nejistou geopolitickou, ekonomickou, fiskální politikou a některými dražšími sektory, zvláště technologickým. Nadále se však na zajímavých úrovních obchodují některé akcie, sektory a celé regiony.

Na akciových trzích preferujeme rozvíjející se trhy před vyspělými, a to z důvodu odlišných očekávaných trajektorií základních úrokových sazeb a pozitivnějšího ekonomického vývoje. Na nízkých hodnotových ukazatelích se také obchodují akciové trhy vyspělé Evropy a Velké Británie. V rámci rozvíjejících se trhů je stále jedním z nejlépejších náš střeoevropský region.

V následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu spojenou s pohyby na požadovaných dluhopisových výnosech, geopolitickými riziky a příchodními makroekonomickými daty. Vyšší úrokové sazby si již u některých společností a spotřebitelů vybírají svou daň, což představuje pro centrální banky velice složitou situaci při balancování mezi ekonomickou aktivitou a inflačními tlaky. To s velice důležitým následným nastavením základních úrokových sazeb.

Ziskové marže korporací jsou nadále 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, kdy Evropa může za určitých podmínek těžit ze stahování výroby z „rizikovějších“ regionů, přičemž bude zároveň docházet k novým potřebným investicím v mnoha sektorech. Navíc nyní dochází k výraznému snižování nákladů v podobě cen komodit a energií. Z toho bude těžit také region střední Evropy, který je stále, co se týká výrobních nákladů, levným regionem. Americké akcie těžily z boomu okolo umělé inteligence (AI) a na ní napojených společností jako Nvidia, Microsoft, Google... Dle nás se v daném sektoru nachází výrazně předražené akcie a bude docházet k návratu k fundamentálním hodnotám. Zbylé sektory jsou dle nás hodnoceny více atraktivně, jelikož se ve většině případů nepodílely na růstu akciových indexů v minulých měsících, přičemž se obchodují na zajímavých úrovních. Nadále však věříme hodnotově levnějším akciím obchodovaným v Evropě a rozvíjejících se trzích. Asie zažije, po současné ekonomické „slabosti“, oživení. Při obecně vyšších úrokových sazbách očekáváme zvýšenou volatilitu akciových trhů, čehož budou lépe využívat aktivní manažeři fondů než indexově orientované pasivní strategie.

Důležitá upozornění:

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

KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT



wmm@conseq.cz



+420 225 988 200



www.conseq.cz/wm