



# **Ekonomika a finanční trhy**

12/2023

**mazars**

# Úvod

Představujeme vám patnácté číslo přehledu „Mazars report: Ekonomika a finanční trhy“, ve kterém pro vás na čtvrtletní bázi sledujeme vývoj domácí a zahraniční ekonomiky a finančních trhů. Dále se dozvíte informace o směnných kurzech, o změnách trhu práce a mezd a budete mít přehled o trendech v růstu cen klíčových komodit. Díky newsletteru získáte orientaci ohledně HDP, inflace a v dalších klíčových makroekonomických datech a ukazatelích.

Věříme, že se tento přehled stane pro vás užitečným průvodcem i vzhledem k aktuálnímu nestabilnímu ekonomickému vývoji a případně pomůže minimalizovat rizika pro váš business.

Váš Mazars

## 1. Přehled nejdůležitějších událostí v české ekonomice

- 04** 1.1 Základní shrnutí
- 05** 1.2 Ceny elektrické energie s dodáním 1M a 1Y na německém trhu v roce 2023
- 05** 1.3 Závislost české ekonomiky na Německu
- 06** 1.4 Vývoj HDP (ČR, Německo) od roku 2019 mezikvartálně
- 07** 1.5 IFO Business Expectations

## 2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

- 08** 2.1 Shrnutí prognózy ekonomického vývoje dle ČNB
- 09** 2.2 Prognóza vývoje tuzemského HDP
- 10** 2.3 Prognóza vývoje inflace
- 11** 2.4 Trh práce
- 12** 2.5 Úrokové sazby
- 13** 2.6 Směnné kurzy

## 3. Základní makroekonomická data/svět

- 14** 3.1 Aktuální vývoj světového HDP
- 14** 3.2 Aktuální vývoj inflace a nákupního chování spotřebitelů

## 4. Finanční trhy

- 16** 4.1 Směnný kurz EUR/CZK
- 17** 4.2 Vývoj EUR/CZK za 12 měsíců
- 18** 4.3 Úrokové sazby

# 1. Přehled nejdůležitějších událostí v české ekonomice

## 1.1 Základní shrnutí

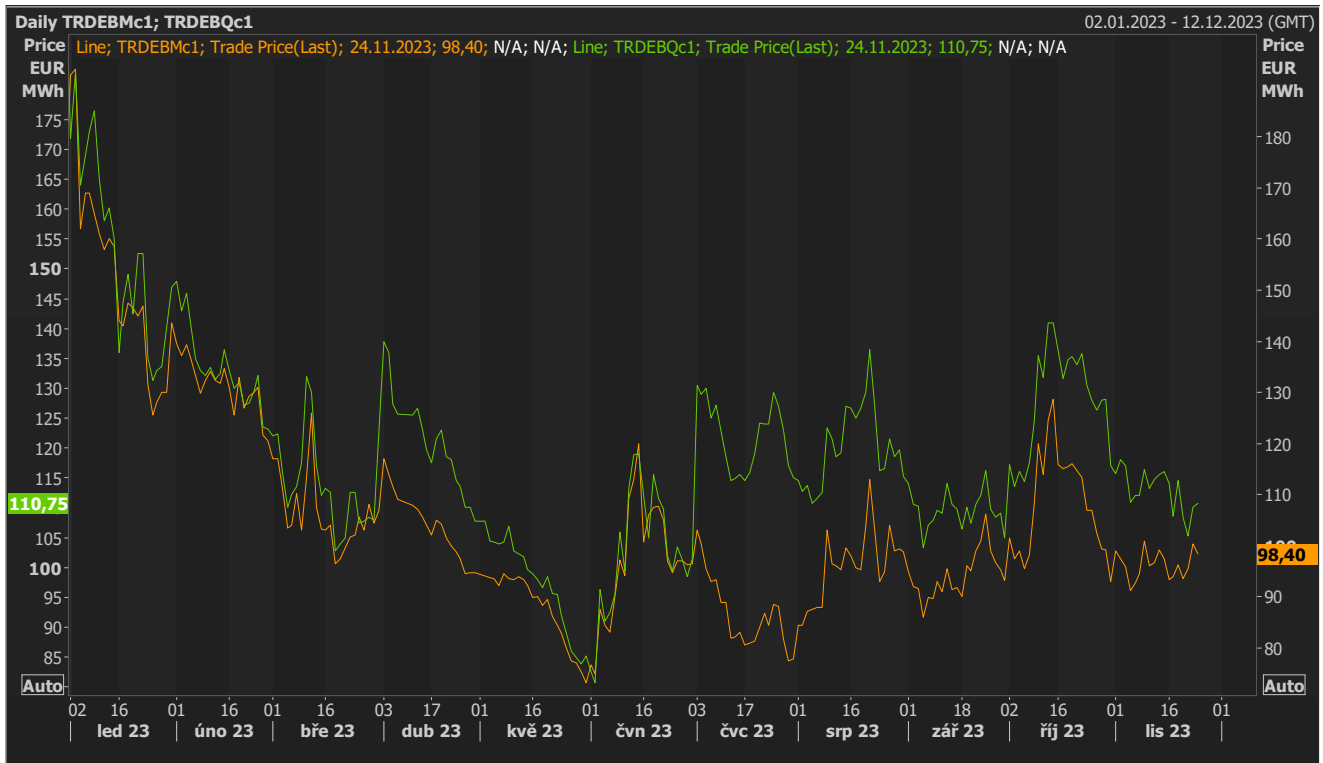
- Česká ekonomika podle předběžného odhadu v 3Q 2023 vykázala čtvrtletní pokles ve výši -0,3 %, na roční bázi dokonce -0,6 %. Výraznější růst HDP na čtvrtletní bázi ČNB ve své prognóze posunula až na rok 2024, hlavním tahounem růstu by měla být spotřeba domácností.
- Růst spotřebitelských cen by se na začátku roku 2024 měl podle predikce ČNB dostat po více než dvou letech zpět do inflačního pásma ČNB (1,0 % - 3,0 %). Rizikem predikce je vyšší než očekávané přecenění zboží a služeb v lednu 2024.
- Spotové ceny elektrické energie v Evropě za posledního půl roku oscilovaly v pásmu 60-120 EUR/MWh, roční fixace se obchodovaly na úrovních 109-156 EUR/MWh. Cena roční fixace se postupně snižovala stejně jako prémie nad krátkodobými cenami elektrické energie.
- Na listopadovém zasedání Bankovní rady ČNB dva členové hlasovali pro snížení repo sazby ČNB o 0,25 %, pro ponechání na současné úrovni 7,00 % hlasovalo pět členů. K prvnímu snížení repo sazby ČNB by mohlo dojít na prosincovém nebo únorovém zasedání Bankovní rady ČNB. Pokud měsíční inflace za leden 2024 bude v souladu se základním scénářem prognózy, potom se dá předpokládat velmi rychlé uvolnění monetární politiky ČNB.
- Směnný kurz EUR/CZK od dubna 2023 oslabil o více než 4,00 % a působil směrem k uvolnění měnové politiky ČNB. Zahájení cyklu poklesu korunových úrokových sazeb sníží úrokový diferenciál k euru i dolaru, koruna tak bude více zranitelná oproti spekulacím na její oslabení. Zvýšené čerpání úvěrů v EUR nefinančními podniky snížilo potřebu měnového zajištění exportních společností. Jedním z důležitých faktorů pro vývoj koruny (stejně jako v minulém období) bude měnová politika ČNB a použití devizových rezerv.
- Ratingová agentura Moody's zvýšila kreditní hodnocení České republiky (zvýšení výhledu ratingu AA3 z negativního na stabilní). Důvodem je předpokládané snížení deficitu veřejných finance vlivem implementace konsolidačního balíčku a snížení rizika závislosti na ruském zemním plynu.

Predikce ekonomického vývoje ČR je zatížena značnými nejistotami, finanční trhy citlivě reagují na nově přicházející data o vývoji ekonomiky úpravou obchodovaných cen.



# 1. Přehled nejdůležitějších událostí v české ekonomice

## 1.2 Ceny elektrické energie s dodáním 1M a 1Y na německém trhu v roce 2023



Data a graf: Refinitiv

## 1.3 Závislost české ekonomiky na Německu

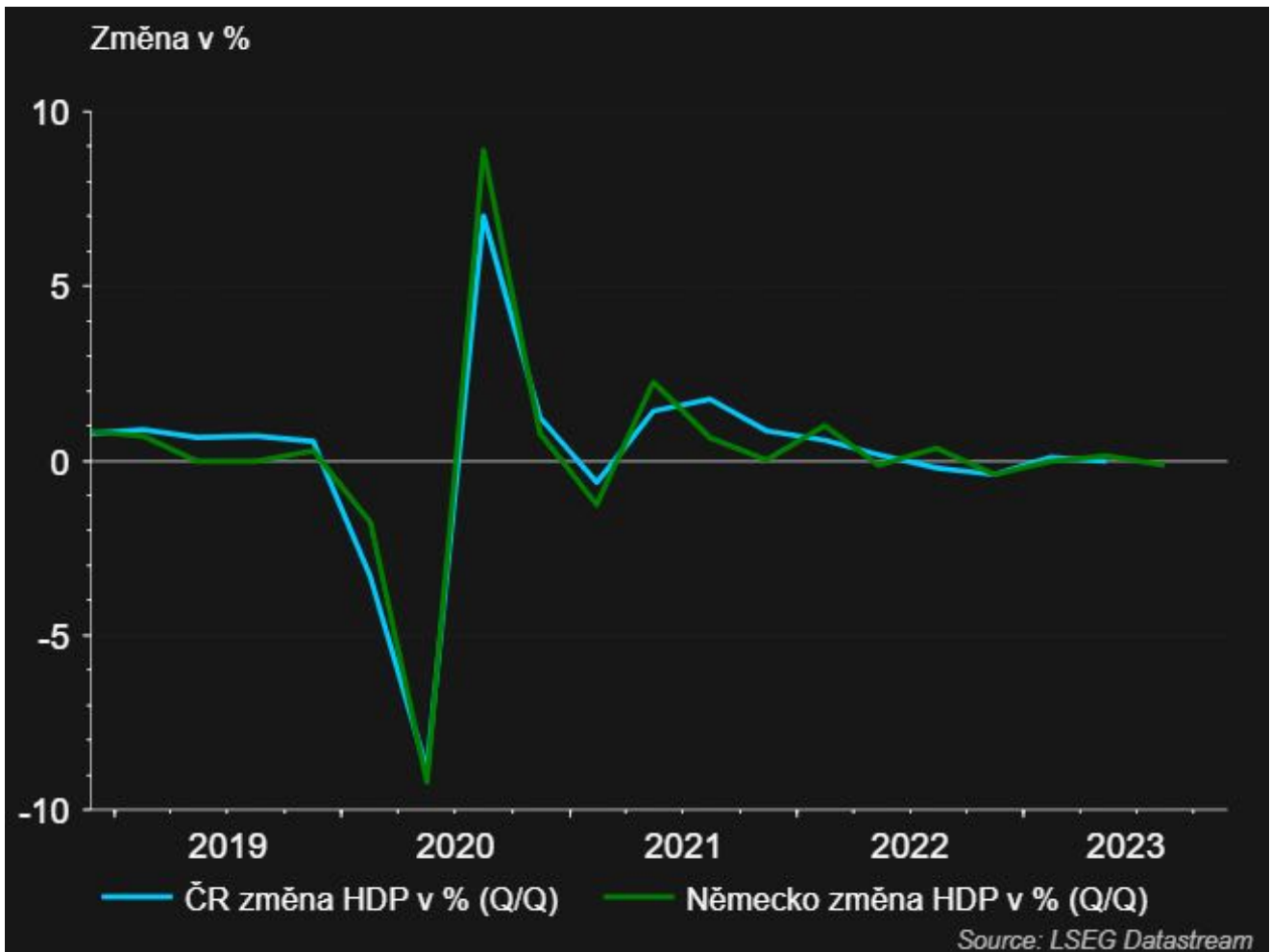
Česká ekonomika je na vývoji hospodářské situace v Německu značně závislá, Česká republika má velmi vysoký podíl hodnoty exportu k HDP a do Německa směřuje největší objem českého exportu. Slabý výkon německé ekonomiky a její výhled je rizikem pro růst ČR. V českém vývozu do Německa

- (i) převažují meziprodukty, například kovové výrobky či součásti strojů;
- (ii) je vysoký podíl tzv. specifických meziproduktů, které jsou určené jen pro konkrétní odběratele;
- (iii) je patrná vlastnická provázanost českých a německých podniků.

Závislost na stálých obchodních vazbách a specifičnost produkce snižuje schopnost exportérů přeměňovat svoji produkci jinam, pokud stálí odběratelé českého exportu omezují objednávky (Zdroj: Prezentace člena Bankovní rady ČNB Tomáše Holuba dne 14. 11. 2023, Prognóza ekonomického vývoje pro rok 2024 a měnová politika ČNB). Není proto příliš překvapivé, že vidíme velkou synchronizaci hospodářského vývoje v ČR a v Německu i na hodnotách mezi-kvartálního vývoje.

# 1. Přehled nejdůležitějších událostí v české ekonomice

## 1.4 Vývoj HDP (ČR, Německo) od roku 2019 mezikvartálně

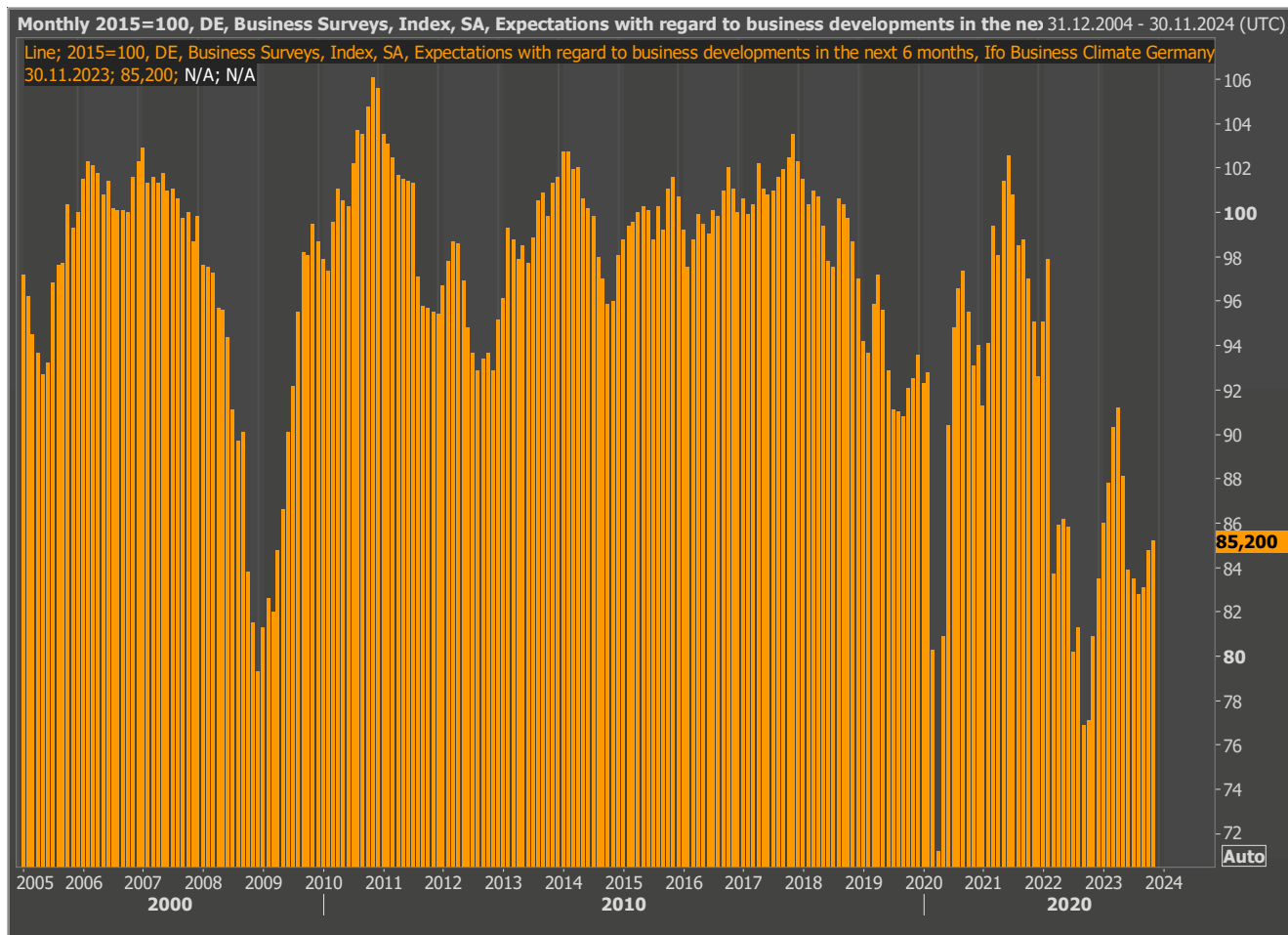


Data a graf: Refinitiv

Současná úroveň německého HDP se od začátku pandemie v roce 2020 příliš nezvýšila, hodnota ekonomického výkonu Eurozóny rostla výrazně rychlejším tempem. Německá ekonomika vykázala ve třetím čtvrtletí 2023 pokles o -0,1% mezikvartálně, na kvartální i roční bázi klesala i hodnota německého exportu. Předstihové ukazatele jako HCOB PMI Composite, Manufacturing, Services se nacházejí výrazně pod hodnotou 50 bodů, které signalizují kontrakci. Stejně tak sentiment mezi německými podniky, index IFO se nachází na nízkých hodnotách i přes mírné zlepšení v posledních dvou měsících.

# 1. Přehled nejdůležitějších událostí v české ekonomice

## 1.5 IFO Business Expectations



Data a graf: Refinitiv

Vzhledem ke struktuře českého exportu nelze očekávat výraznější zlepšení růstu HDP v ČR bez opětovného nastartování německé a globální ekonomiky.

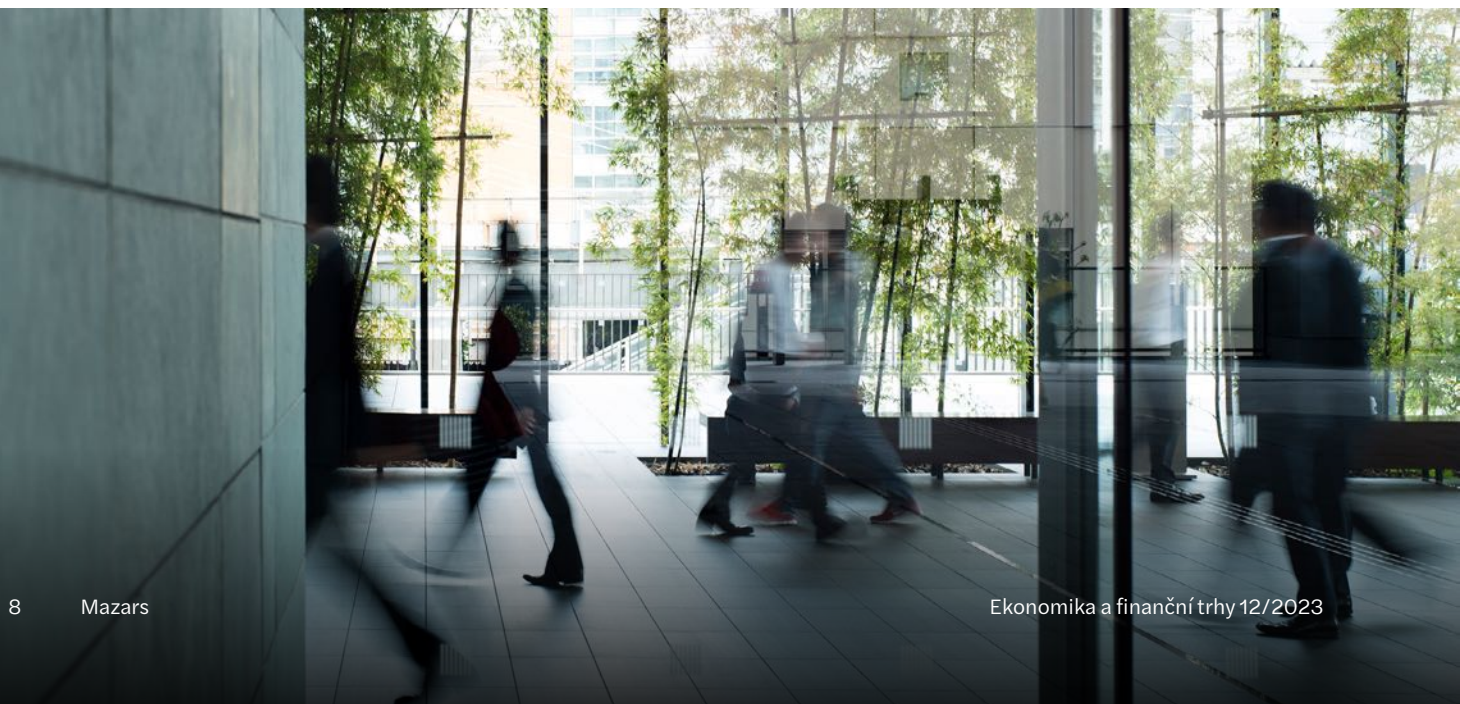
## 2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

### 2.1 Shrnutí prognózy ekonomického vývoje dle ČNB

- Nová ekonomická prognóza ČNB vývoje české ekonomiky (Zpráva o měnové politice IV. 2023), zveřejněna po zasedání Bankovní rady ČNB v listopadu 2023.
- Ve srovnání s předchozí prognózou analytický team ČNB snížil predikci růstu ekonomiky ČR a průměrné nominální mzdy na rok 2023 (snížení predikce HDP o -0,5 % a průměrné nominální mzdy o -1,1 %) a 2024 (snížení predikce HDP o -1,1 % a průměrné nominální mzdy o -1,2 %).
- Predikce celkové inflace v letech 2024 a 2025 byla zvýšena v každém roce o 0,4 % v souvislosti se zvýšením regulované složky cen energií. I přes zvýšení odhadu celkové inflace došlo ve stejném období ke snížení predikované hodnoty 3M PRIBOR.
- Směnný kurz EUR/CZK byl v prognóze mírně upraven ve směru silnějšího kurzu EUR/CZK. Nižší výhled ekonomického růstu je tedy v predikci spojen s méně restriktivní monetární politikou.
- Modelový scénář výraznějšího lednového přecenění při déletrvající stabilitě sazeb předpokládá splnění inflačního cíle až v roce 2025 při slabším kurzu EUR/CZK ve srovnání se základním scénářem prognózy ČNB.
- Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy a nejistoty výhledu jako výrazné a jdoucí proinflačním směrem.

### Základní predikce vývoje ČNB

	2023	2024	2025
<b>Celková inflace (%)</b>	10,8	2,6	2,1
<b>HDP (%)</b>	-0,4	1,2	2,8
<b>Průměrná nominální mzda (%)</b>	7,5	6,7	6,4
<b>Měnový kurz (CZK/EUR)</b>	24,0	24,6	24,1
<b>Úroková sazba 3M PRIBOR (%)</b>	7,0	4,3	3,4





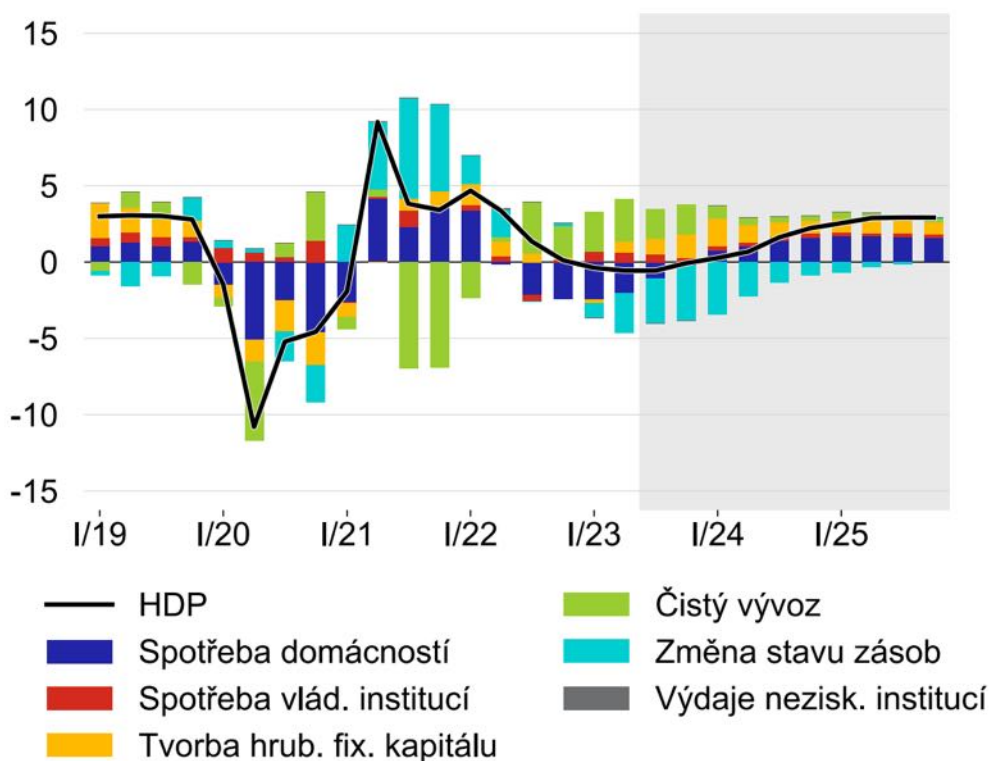
## 2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

### 2.2 Prognóza vývoje tuzemského HDP

- Základní scénář ČNB předpokládá pokles HDP v roce 2023 na úrovni **-0,4 %** především vlivem propadu spotřeby domácností, která je doprovázená celkovou vyšší mírou úspor domácností. Návrat k mírnému růstu HDP ČNB očekává v roce 2024 i přes negativní působení fiskálního konsolidačního balíčku, a to na úrovni **1,2 %**, což je o téměř polovinu méně než v předchozí prognóze ze srpna 2023.
- Růst HDP bude tažen především oživením spotřeby domácností v návaznosti na obnovení růstu reálných příjmů domácností, míra úspor však zůstane na zvýšených úrovních a její pokles bude pouze postupný. Slabá zahraniční poptávka v druhé polovině letošního roku limitovala růst českého vývozu. ČNB předpokládá v roce 2024 pozitivní působení čistých vývozu a fixních investic, které by měly být taženy především soukromými investicemi v podmínkách dobré ziskovosti podniků.
- Fiskální politika bude letos přispívat k růstu HDP zhruba neutrálně, příští rok jej bude naopak tlumit z důvodu konsolidace veřejných rozpočtů.
- Česká ekonomika se bude i v příštích dvou letech nacházet pod svým růstovým potenciálem.

### Hrubý domácí produkt

meziroční změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně očištěno



Graf: ČNB

## 2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

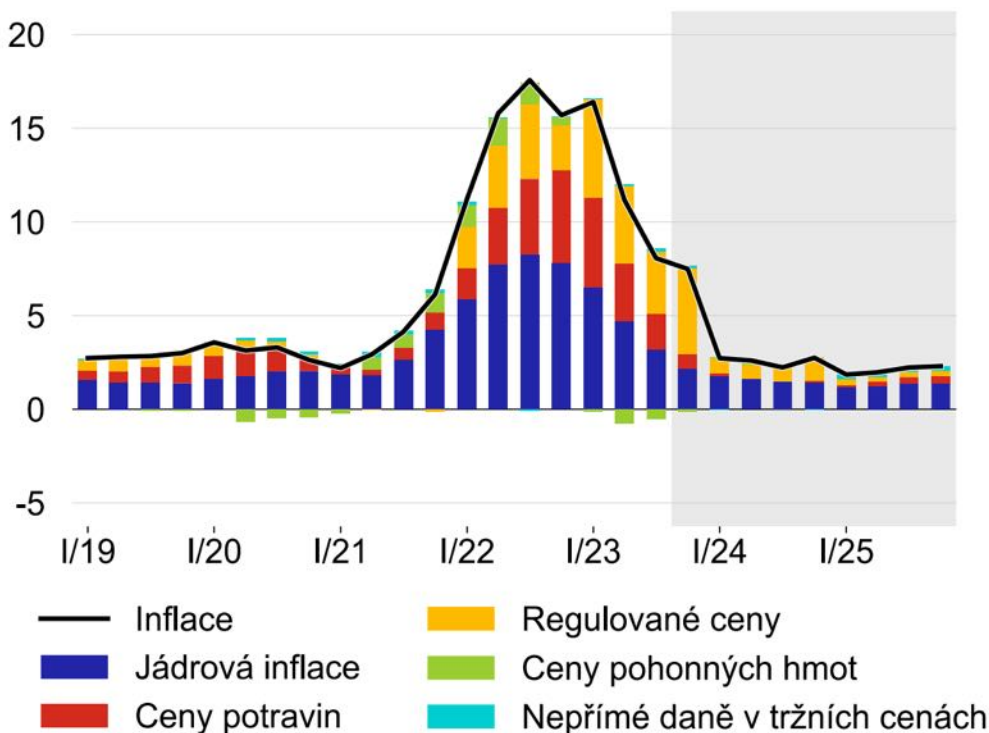
### 2.3 Prognóza vývoje inflace

- Meziroční inflace v říjnu 2023 se nacházela na úrovni **8,5 %** (zveřejněno po vydání stávající prognózy ČNB).
- Základní predikce ČNB předpokládá průměr meziroční inflace v prvním čtvrtletí roku 2024 na úrovni **2,7 %**, v inflačním pásmu ČNB by inflace měla dále setrvat na celém horizontu prognózy.<sup>1</sup>
- Inflace v roce 2023 zvolňuje vlivem vysoké statistické základny, trend byl přerušen ve čtvrtém čtvrtletí vlivem započítání efektu úsporného tarifu vlády z konce roku 2022.
- Další výrazný pokles inflace lze očekávat v lednu 2024, kdy ČNB v základním scénáři očekává standardní přecenění zboží a služeb, které bude výrazně nižší než přecenění v lednu 2023 (6,0 % meziměsíčně). Na počátku roku zlevnění silové složky cen energií výrazně pod úroveň vládních cenových stropů, na druhé straně dojde ke zdražení regulované složky cen energií a znovuzavedení poplatků za obnovitelné zdroje. Změny nepřímých daní plynoucí z vládního konsolidačního balíčku budou působit v souhrnu mírně proinflačně. Dynamika regulovaných cen se tak sice skokově sníží, udrží se však na zvýšené úrovni kolem 4 %.
- ČNB předpokládá postupné snižování domácích nákladových tlaků, nadále však budou (vlivem napnutého trhu práce) setrvávat na zvýšené úrovni.

<sup>1</sup> Nastavení modelu ČNB vždy na horizontu měnové politiky indikuje dosažení inflačního cíle.

### Struktura inflace a její prognóza

v %, příspěvky v p. b.



Graf: ČNB

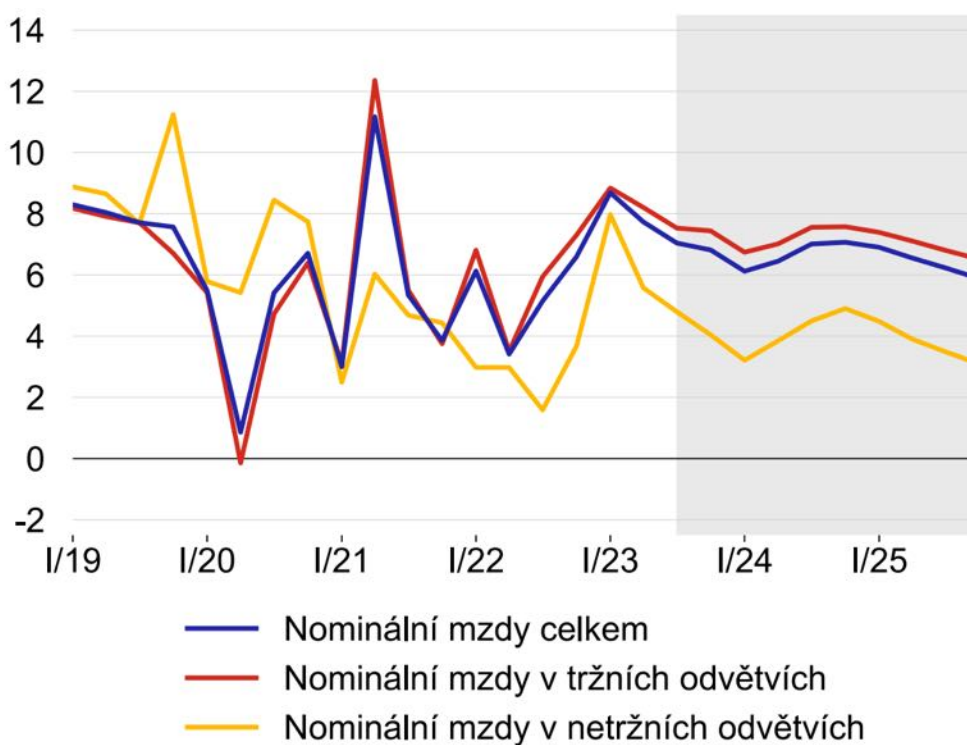
## 2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

### 2.4 Trh práce

- Odhad růstu průměrné nominální mzdy byl výrazně snížen na **7,5 %** pro rok 2023 a **6,7 %** pro rok 2024, především vlivem nižšího než očekávaného růstu mezd ve druhém čtvrtletí 2023 (na úrovni 7,7 % meziročně).
- Reálné mzdy by se měly vrátit k růstu až na začátku roku 2024 vlivem výrazného zpomalení inflace.
- Poptávka po práci zůstane i ve zbytku roku 2023 silná a zaměstnanost tak ještě poroste. Obecná míra nezaměstnanosti od konce minulého roku mírně roste, na výhledu se pak bude zvyšovat již jen lehce.
- Předpokládané oživení ekonomické aktivity bude podporovat opětovné přehřívání trhu práce.

### Prognóza mzdového vývoje

meziroční změny v %



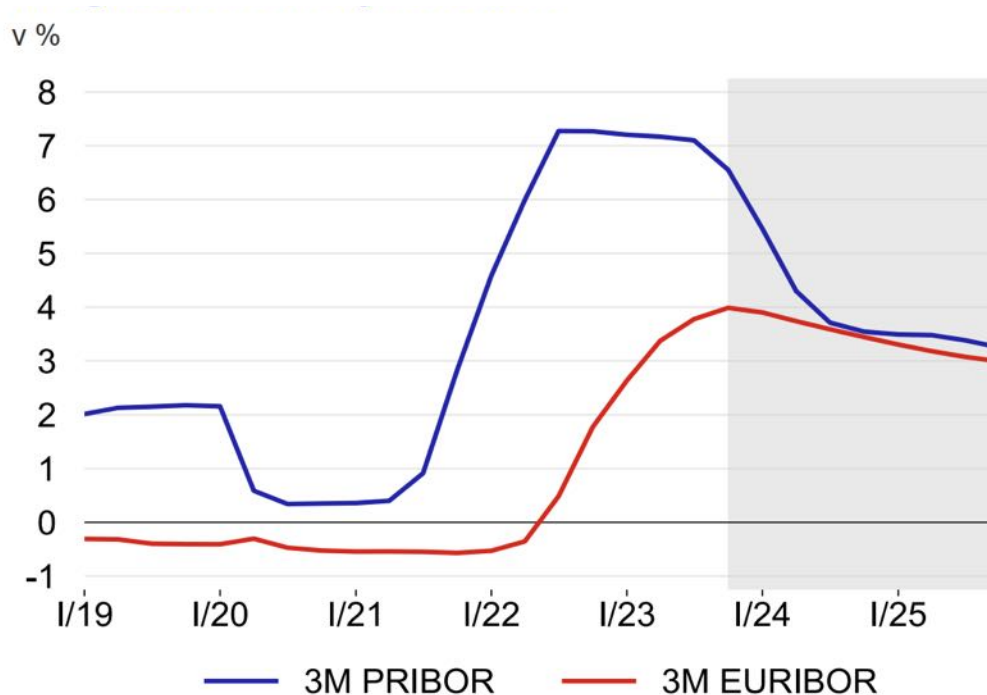
Graf: ČNB

## 2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

### 2.5 Úrokové sazby

- Bankovní rada ČNB na listopadovém měnově-politickém zasedání ponechala dvoutýdenní repo sazbu na úrovni **7,00 %**. Pro snížení úrokových sazeb o 0,25 % hlasovali dva členové ze sedmičlenné Bankovní rady. Finanční trh očekává výraznější snížování repo sazby ČNB až na měnovém zasedání na začátku února 2024.
- Komunikace bankovní rady vyznívá ve smyslu, že přístup ke snižování úrokových sazeb bude opatrný. Bankovní rada ČNB nechala vypracovat scénář výraznějšího lednového přecenění při déletrvající stabilitě sazeb, který indikuje možné nedodržení inflačního cíle v roce 2024.
- Se základním scénářem letní prognózy je konzistentní postupný pokles úrokových sazeb od čtvrtého čtvrtletí letošního roku (průměr repo sazby ve čtvrtém čtvrtletí 2023 6,5 %). Pokles úrokových sazeb je setrvalý na celém horizontu prognózy.

### Prognóza úrokových sazeb (základní scénář)



Graf: ČNB

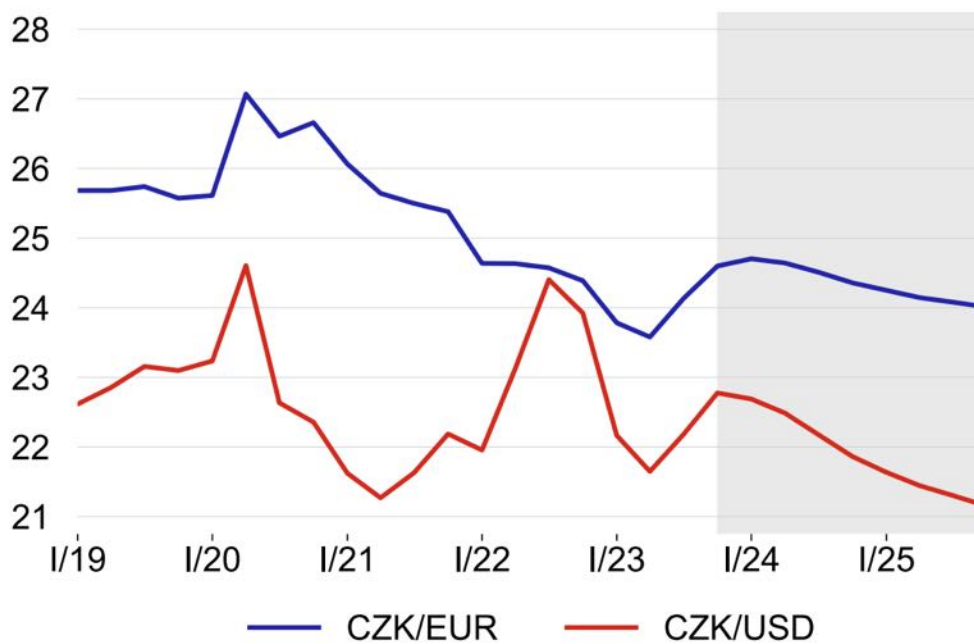
## 2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

### 2.6 Směnné kurzy

- Koruna by podle prognózy měla ještě velmi mírně oslabovat vlivem předpokládaného snížení úrokového diferenciálu oproti Eurozóně. V posledním čtvrtletí roku 2023 by se průměrný kurz měl nacházet na úrovních EUR/CZK 24,60 a v prvním čtvrtletí roku 2024 na úrovni 24,70. Následně by mělo podle predikce ČNB docházet k mírnému posilování kurzu koruny, v posledním čtvrtletí roku 2024 až na úroveň 24,40.
- Vývoj směnného kurzu predikovaného centrální bankou je v současnosti pod **forwardovými kurzy** obchodovanými na finančních trzích na stejné období.

### Prognóza měnového kurzu

nominální měnový kurz



Graf: ČNB

## 3. Základní makroekonomická data/svět

### 3.1 Aktuální vývoj světového HDP

USA – HDP za 3Q 2023 se nacházelo na úrovni **4,9 % q/q** (anualizovaně)

Eurozóna – HDP Eurozóny za 2Q 2023 se nacházelo na úrovni **-0,1 % q/q** (+0,1 % y/y)

	2023	2024
<b>HDP – predikce FED<sup>2</sup></b>	2,1 %	1,5 %
<b>HDP – predikce ECB<sup>2</sup></b>	0,7 %	1,0 %

<sup>2</sup> Predikce ze září 2023, další aktualizace v prosinci 2023, predikce na bázi y/y.

### 3.2 Aktuální vývoj inflace a nákupního chování spotřebitelů

USA – spotřebitelská inflace CPI se v říjnu 2023 nacházela na úrovni **3,2 % y/y**

Eurozóna – spotřebitelská inflace HICP se v říjnu 2023 nacházela na úrovni **2,9 % y/y**

	2023	2024
<b>PCE y/y – predikce FED</b>	3,3 %	2,5 %
<b>Inflace y/y – predikce ECB</b>	5,6 %	3,2 %

### 3. Základní makroekonomická data/svět

#### S&P PMI – Purchase Manager Index

**USA** – předstihové indikátory S&P PMI Composite a S&P PMI Services se celý rok nacházejí na úrovni vyšší než 50 bodů, která signalizuje expanzi. indikátory S&P PMI Manufacturing hodnoty 50 bodů dosáhl až v říjnu, zatímco hodnota alternativního indikátoru ISM Manufacturing 46,7 ukazuje horší situaci v americkém průmyslu. Vysoká hodnota růstu HDP za třetí čtvrtletí zatím potvrzuje dobrý výkon americké ekonomiky i po výrazném zvýšení restriktce monetární politiky.

**Eurozóna** – vývoj indexů S&P PMI v Eurozóně je, zvláště v druhé půlce roku 2023, odlišný od vývoje obdobných indikátorů v USA. Index S&P PMI Manufacturing se v průběhu roku 2023 stabilně nachází pod hodnotou 50 a v současnosti na velmi nízké úrovni 43 signalizující průmyslovou recesi. S&P PMI Composite v Eurozóně se od poloviny roku 2023 nachází pod úrovní 50 indikující kontrakci. Hodnota S&P PMI Manufacturing z německé ekonomiky na úrovni 40,8 (zároveň jsou publikovány vysoce podprůměrné hodnoty IFO nebo ZEW) ukazují na přetrvávající slabost německé průmyslové výroby.

Index S&P PMI Manufacturing v České republice v roce 2023 se pohybuje na stabilně nízkých úrovních v rozmezí 40,8 - 44,60. Průmyslová výroba v České republice v první polovině roku 2023 se díky nižší statistické základně z roku 2022 držela v kladných číslech, od července jsou roční hodnoty záporné (září 2023 -5,00 % meziročně) a odpovídá tak nízkým hodnotám indexu S&P PMI Manufacturing. Silná závislost českého průmyslu na kondici německé ekonomiky a nízké hodnoty S&P PMI Manufacturing v ČR i v Německu zatím nenaznačují obrat v sektoru průmyslové výroby v ČR.

#### S&P PMI – 10/2023

	S&P PMI Composite	S&P PMI Manufacturing	S&P PMI Services
<b>USA</b>	50,7	50,0	50,6
<b>Eurozóna</b>	46,5	43,0	47,8
<b>ČR</b>		42,0	

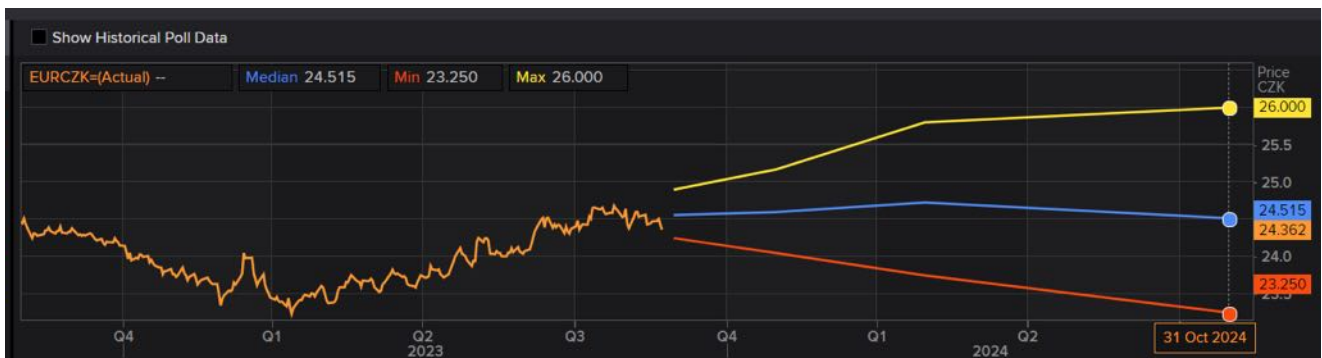
(hodnota indexu PMI nad 50 indikuje růst, hodnota indexu PMI pod 50 indikuje pokles)

## 4. Finanční trhy

### 4.1 Směnný kurz EUR/CZK

- Medián predikce finančních analytiků v anketě Reuters FX Poll z 9. 11. 2023 předpokládá přibližnou stabilitu směnného kurzu EUR/CZK v průběhu predikovaného období, medián odhadu EUR/CZK 24,515 na konci října 2024 je na obdobné úrovni jako hodnota kurzu v základním scénáři ČNB (průměrný kurz v 4Q 2024 v základním scénáři ČNB je 24,40).

#### Reuters FX Poll 09/11/2023



Data: Refinitiv

Česká koruna od dubna 2023 začala postupně oslabovat vůči EUR a dostala se během října 2023 na úroveň okolo 24,70, tedy na úroveň obchodované v průběhu intervenčního režimu ČNB v období od květnu do září 2022. Oslabení české koruny je způsobeno nejenom výrazným snížením úrokového diferenciálu mezi eurem a korunou (očekávané snížení korunových úrokových sazeb a zároveň zvyšování eurových sazeb v roce 2023), ale i zhoršeným ekonomickým výhledem české ekonomiky.

Na listopadovém zasedání Bankovní rady ČNB dva členové hlasovali pro snížení repo sazby ČNB o 0,25 % a je tedy vysoce pravděpodobné, že cyklus snižování korunových sazeb začne nejspíše na únorovém zasedání. Naopak centrální banky FED i ECB zřejmě již ukončily cyklus zvyšování základních úrokových sazeb. Postupné snižování krátkodobého úrokového diferenciálu tak bude snižovat náklady na financování spekulativních pozic na prodej české koruny. Stejně tak opět vzroste atraktivita úvěrování v českých korunách pro nefinanční podniky v ČR. Data z bankovního sektoru naznačují, že pokles objemu CZK úvěrů pro nefinanční podniky se v roce 2023 již zastavil. Naopak výrazně vyšší objem EUR úvěrů a potřeby jejich splácení bude snižovat potřebu měnového zajištění pro exportně orientované nefinanční podniky.

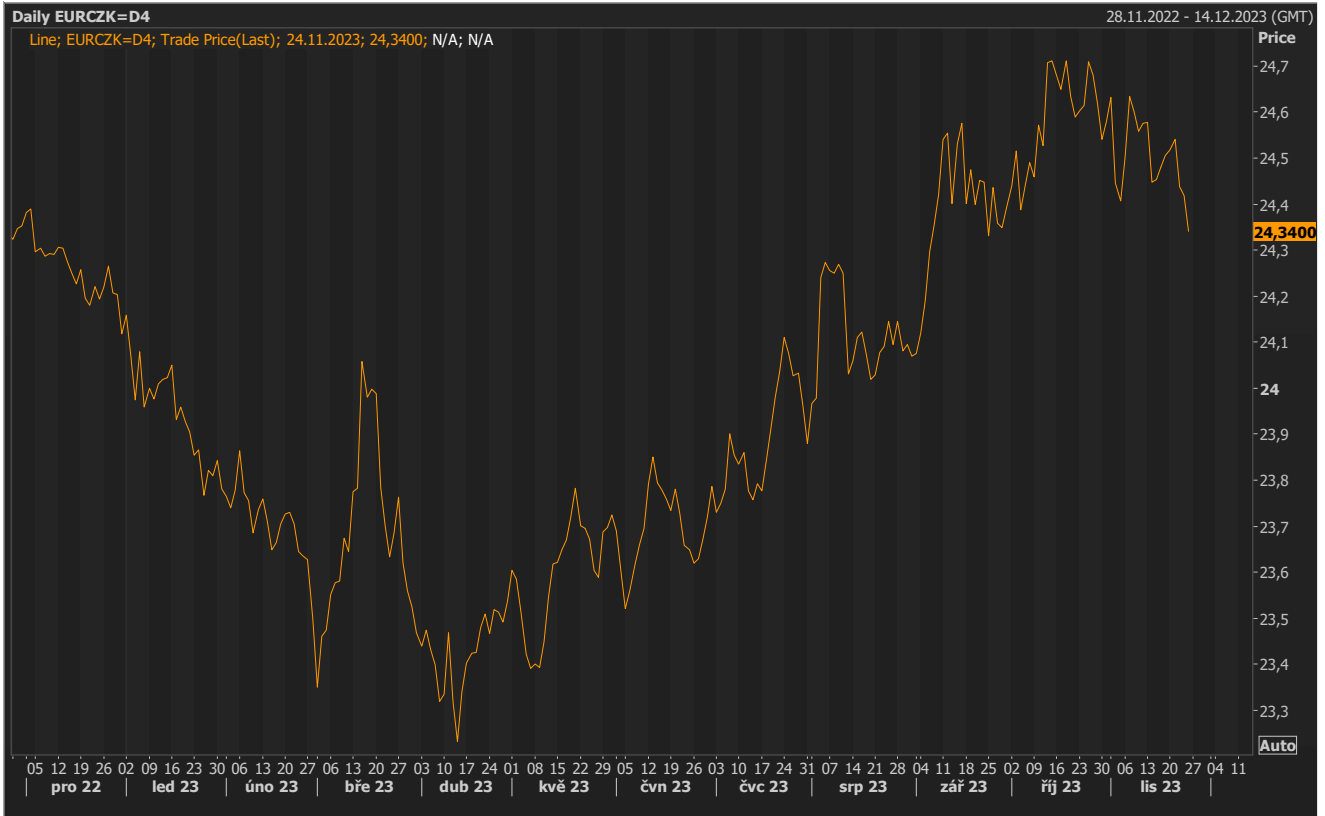
Od srpna ČNB zahájila prodeje výnosů z devizových rezerv, v září ČNB odprodala téměř trojnásobný objem devizových rezerv než v srpnu. Prodej výnosů devizových rezerv tedy neprobíhá konstantním tempem, prodané objemy jsou nesrovnatelně nižší, než v období intervenčního režimu od května do září 2022. Prodej výnosů z devizových rezerv, pokud budou pokračovat tempem jako v září letošního roku, tedy zásadním způsobem neovlivní vývoj hodnoty české koruny.

Pokud by lednovém přecenění zboží a služeb odpovídalo základnímu scénáři ČNB, potom by úroveň současných úrokových sazeb ČNB byla příliš restriktivní (vysoce kladné reálné úrokové sazby ve stagnující ekonomice). Uvolnění monetární politiky se promítne do reálné ekonomiky výrazně rychleji, pokud probíhá oslabení měnového kurzu, než v případě snižování úrokových sazeb. Nelze proto vyloučit, že oslabení české koruny v tomto scénáři by ČNB mohlo pomoci rychle uvolnit monetární politiku, stejně jako posílení koruny v období vysoké inflace naopak monetární politiku zpříšňovalo.



## 4. Finanční trhy

### 4.2 Vývoj EUR/CZK za 12 měsíců



Data a graf: Refinitiv

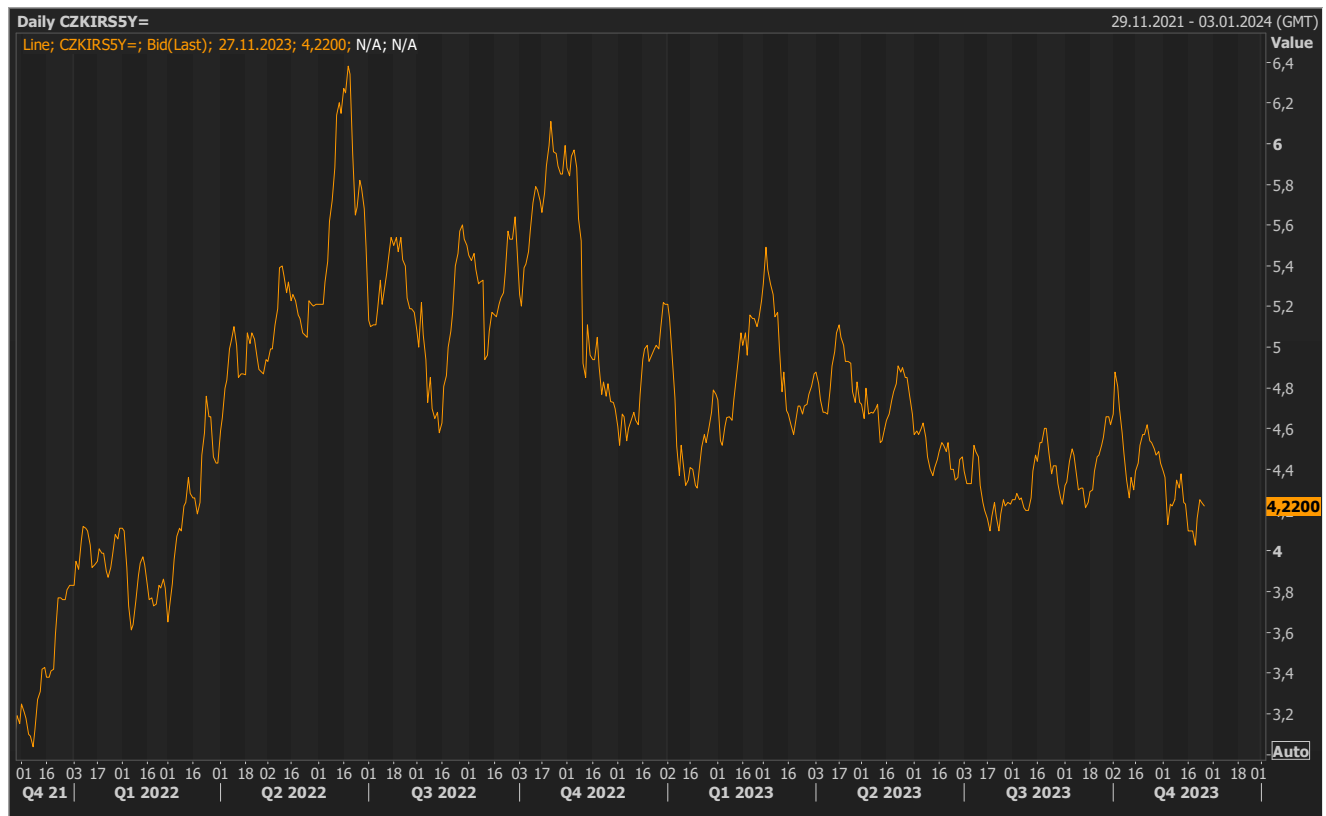


## 4. Finanční trhy

### 4.3 Úrokové sazby

- Základní sazba americké centrální banky FED byla naposledy zvýšena na červencovém zasedání na současnou hodnotu 5,25 % - 5,50 %. Medián predikcí členů FOMC ze září předpokládá na konci roku 2023 hodnotu 5,50 % - 5,75 %, poslední vývoj jádrové inflace však nasvědčuje, že červencové zvýšení úrokových sazeb FEDu by mohlo být v tomto cyklu již poslední. Finanční trhy podporují tuto domněnku, hodnota forwardových úrokových sazeb LIBOR obchodovaných na finančním trhu další zvýšení úrokových sazeb již neočekává. FED pokračuje ve snižování své bilance odprodejem dříve nakoupených finančních aktiv a tím snižuje objem volné likvidity na finančním trhu.
- ECB ještě na svém zasedání v září zvýšila depozitní úrokovou sazbu o 0,25 % na současnou úroveň 4,00 %. První data naznačují pokles ekonomiky Eurozóny za třetí čtvrtletí 2023 mezikvartálně, všechny předstihové ukazatele PMI se nacházejí pod úrovní 50, které indikují negativní výhled pro ekonomiku Eurozóny. ECB obdobně jako FED je tedy již s vysokou pravděpodobností na vrcholu současného úrokového cyklu. Stejně jako FED se ECB dále zpřísňuje svoji monetární politiku odprodejem aktiv nakoupených v rámci programu kvantitativního uvolňování.
- Na listopadovém zasedání Bankovní rada ČNB ponechala repo sazbu na úrovni 7,00 %. Hlasování na listopadovém zasedání v poměru 2:5 (dva členové hlasovali pro snížení úrokových sazeb o 0,25 %) a následná komunikace členů Bankovní rady ČNB naznačuje, že většina v Bankovní radě ČNB preferuje vyčkat na data o lednovém přecenění zboží a služeb před snížením úrokových sazeb již na prosincovém zasedání. Finanční trh v souladu s komunikací ČNB předpokládá rychlý pokles sazby 3M Pribor po zasedání Bankovní rady ČNB v únoru příštího roku. Hodnota sazby 3M Pribor pro data na konci roku 2023 se obchoduje na úrovních blízkých 6,95 %, pro data v únoru 2023 na úrovních blízkých 6,40 %.

### Hodnota CZK úrokového swapu se splatností pět let



Data a graf: Refinitiv

**Mazars s.r.o.**

International Business Center

Pobřežní 3

186 00 Praha 8

Tel.: +420 224 835 730

[www.mazars.cz](http://www.mazars.cz)

**mazars**