



ČP INVEST investiční společnost, a.s.

BŘEZEN 2012

## Analýza vývoje ekonomik a finančních trhů

8.3. 2012	AUTOŘI	Radomír Jáč Ján Hanzo Ondřej Koňák Miroslav Kuběnka
		(+420) 224 174 508 (+420) 224 174 420 (+420) 224 174 516 (+420) 224 174 518
		jac@generalippf.eu hanzo@generalippf.eu konak@generalippf.eu kubenka@generalippf.eu
		www.generalippf.eu

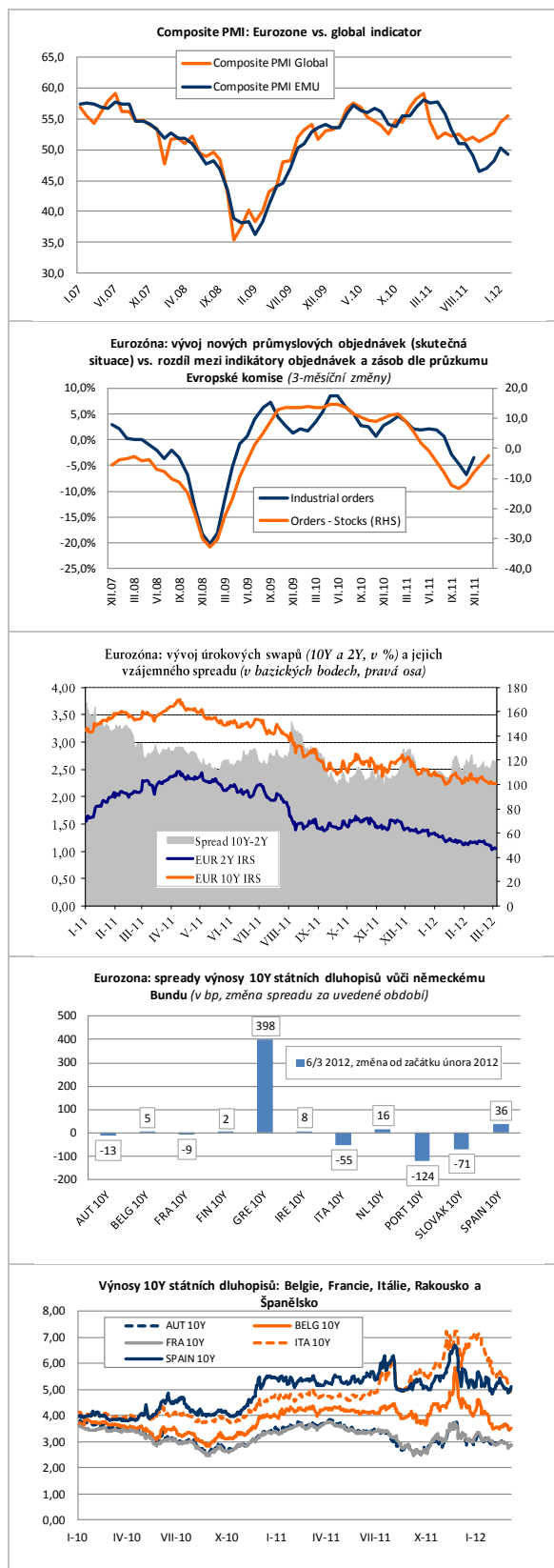
## Vývoj finančních trhů v únoru 2012 a výhled na další měsíce

Eurozóna: Eurová swapová křivka pokračovala v bull steepeningu, opět pod vlivem nejistoty ohledně Řecka a přílivu likvidity z 3Y LTRO. Makro data z eurozóny přinesla za uplynulé týdny celkově smíšené signály.

Sentiment na trzích v eurozóně byl na přelomu února a března ovlivňován očekáváním, zda zdárně proběhne výměna řeckých vládních dluhopisů (PSI). Odpověď na tuto otázku bychom měli dostat v nejbližších dnech, nicméně nejistota vedla k poklesu bezrizikových výnosů (Bundy, EUR swapy), zatímco výnosy řeckých dluhopisů vystoupaly na nová maxima. K bull steepeningu eurové swapové křivky napomohly také smíšené výsledky byznys sentiment indikátorů a další příliv likvidity skrze 3Y LTRO Evropské centrální banky. ECB na březnovém zasedání ponechala úroky beze změny (na 1,00 %), v nové kvartální prognóze snížila výhled letošního HDP z +0,3 % na -0,1 %.

Uplynulé týdny byly na zprávy a události poměrně bohaté, hlavní pozornost na sebe ale i nadále poutalo hlavně Řecko. Na zasedání Eurogroup 20. února byl schválen řecký záchranný balíček č. 2 v objemu 130 mld. EUR. V rámci zapojení soukromých investorů (Private Sector Involvement - PSI) byl navýšen haircut soukromých investorů na 53,5 % (z původně schválených 50 %). Tato opatření, tj. záchranný balíček č. 2, jehož nedílnou součástí je PSI, by měla snížit řecký veřejný dluh ze 162 % v r. 2011 (odhad IMF) na 120,5 % HDP v roce 2020. Provedení PSI nicméně závisí i na míře účasti soukromých investorů: řecká vláda by chtěla 90 % účast, minimální hranice pro započítání PSI je stanovena na 75 %. Řecko v uplynulých týdnech schválilo do své legislativy tzv. CAC klausuli, prostřednictvím které může při získání souhlasu držitelů alespoň 66 % dluhopisů vydaných dle řeckého práva (na něž se CAC klausule retroaktivně vztahuje) donutit zbytek držitelů vládních dluhopisů (vydaných dle řeckého práva) k účasti ve výměně dluhopisů. Lhůta pro přihlášení se k účasti v PSI vyprší dne 8. března večer.

Na trh měla vliv také druhá tříletá refinanční operace ECB (3Y LTRO), jež se konala koncem února. Celková poptávka (a tedy příliv likvidity) v této operaci dosáhla téměř 530 mld. EUR, když trh očekával poptávku okolo 470 miliard. Čistý příliv likvidity do bankovního systému (po odpočtu splatností v jiných operacích ECB v příslušném týdnu) činil 314 mld. EUR a únorové 3Y LTRO se zúčastnilo celkem 800 bank. Pro srovnání, v historicky první 3Y LTRO loni v prosinci činil příliv likvidity 489 mld. EUR, což bylo 190 mld. v čistém vyjádření, a to při účasti 523 bank. Únorová 3Y LTRO operace tak znamenala ještě výraznější příliv likvidity do systému, než prosincový debut, dále snižuje obavy ohledně financování bank v eurozóně (a tedy i obavy z credit crunchu) a z pohledu ECB umožňuje zvolit vyčkávací taktiku, tj. analyzovat dopad 3Y LTRO na bankovní systém a ekonomiku jako celek a zároveň držet konvenční i nekonvenční nástroje měnové politiky beze změny.



ECB na svém březnovém zasedání ponechala své úrokové sazby a i ostatní (nekonvenční) nástroje beze změny, stejně jako v prvních dvou měsících letošního roku, přičemž ani v březnu, ani v únoru Rada guvernérů ECB ani nediskutovala možnost změny úrokových sazeb. V březnu ECB zveřejnila novou kvartální makroprognózu, v níž snížila výhled růstu HDP (pro letošní rok z +0,3 na -0,1 %, pro rok 2013 z 1,3 na 1,1 %) a zároveň zvýšila výhled průměrné inflace (z 2,0 na 2,4 % pro letošek a z 1,5 na 1,6 % na r. 2013).

ECB - Quarterly Macro Forecast (March 2012 vs. Dec. 2011)					
	2011(act)	2012 (new/old)	2013 (new/old)		
HICP (Total)	2,7	2,4 (2,0)	1,6 (1,5)		
GDP TOTAL	1,5	-0,1 (0,3)	1,1 (1,3)		
C	0,2	-0,3 (0,1)	0,8 (0,9)		
G	0,2	-0,2 (0,1)	0,6 (0,5)		
GFCC	1,6	-1,2 (0,1)	1,4 (1,9)		
X	6,4	2,6 (3,2)	4,4 (5,5)		
M	4,1	1,2 (2,3)	4,0 (4,9)		

C ~ household consumption; G ~ government consumption;

GFCC ~ gross fixed capital creation; X ~ exports, M ~ imports.

Naším hlavním scénářem pro letošní rok zůstává stabilita refinanční sazby ECB na stávající úrovni 1,00 %, nicméně možnost horšího než očekávaného výkonu HDP eurozóny vytváří rizika směrem k možnosti dalšího snížení refinanční sazby ECB. Mezi analytiky (dle Reuters) ale nyní již převládá názor, že ECB ponechá své úroky beze změny nejen v letošním roce, ale přinejmenším do 3Q 2013.

Indikátory byznys sentimentu (PMI, Ifo, průzkum Evropské komise) v únoru vykázaly po pozitivním lednu smíšené výsledky. Zlepšil se ESI kompozitní indikátor Evropské komise (na nejvyšší úroveň od loňského října) a Ifo business climate (nejvýše od loňského července), naopak ale klesl kompozitní PMI – z lednového lokálního maxima 50,4 na 49,3. Poté, co HDP eurozóny ve 4Q 2011 klesl o -0,3 % q/q (v důsledku poklesu soukromé spotřeby, tvorby investic a zásob – a v souladu s naším očekáváním), je vývoj PMI za první 2 měsíce letošního roku kompatibilní s poklesem HDP o -0,1 % q/q, což by odpovídalo naší vlastní predikci (a po záporném 4Q 2011 by to zároveň pro eurozónu znamenalo technickou recesi). Pro další kvartály letošního roku pak očekáváme návrat HDP k mezikvartálnímu růstu. Průzkumy Evropské komise (a asi nijak překvapivě německý Ifo index) vysílají zlepšující se signály a struktura těchto průzkumů naznačuje, že pozitivní signály by měly přicházet i v dalších měsících. Odhad růstu HDP eurozóny za celý letošní rok držíme na 0,3 %, nicméně riziko je vychýleno směrem ke slabšímu výsledku. Kromě přetrvávajících nejistot ohledně řešení dluhové krize v eurozóně je rizikovým faktorem růst cen ropy (situace ohledně Íránu); otázkou také zůstává situace v evropském bankovním sektoru a jeho schopnost úvěrovat ekonomiku – tyto obavy se nicméně snížily díky tomu, jak si banky zajistily financování prostřednictvím 3Y LTRO ECB.

Eurová úroková swapová křivka prošla od počátku února bull steepeningem, když 10Y EUR swap k 6. březnu klesl o 3bp na úroveň 2,25 % a 2Y EUR swap klesl o 6bp, na úroveň 1,05 %. Sklon křivky (10Y/2Y spread) vzrostl o 3bp, k úrovni 120bp. Indikátory byznys sentimentu tentokrát dávaly smíšené signály (po pozitivním lednu), vývoj na periferii eurozóny také nebyl jednoznačný (pokles výnosu 10Y vládního dluhopisu v případě Itálie, nárůst řeckých výnosů na nová maxima a trvajících nejistota ohledně Portugalska, kde na důvěru investorů dopadá způsob řešení situace v Řecku); na kratší výnosy měl vliv další nárůst přebytečné likvidity v důsledku 3Y LTRO operace ECB, jež se odehrála koncem února. Steepening eurové swapové křivky očekáváme i pro další týdny (obecně i pro 2Q 2012) ovšem spíše v bearish módu s tím, že kratší úrokové swapy budou chráněny proti růstu přebytkem likvidity v bankovním systému a delší swapy by měly růst s pozvolným hospodářským oživením v eurozóně a také díky předpokládanému zlepšení důvěry v situaci na periferii eurozóny.

ČR: Koruna se drží pod úrovní 25,00/EUR; vláda zvažuje výdajové škrty pro letošní rok a rozpočtové přítvrzení pro další roky.

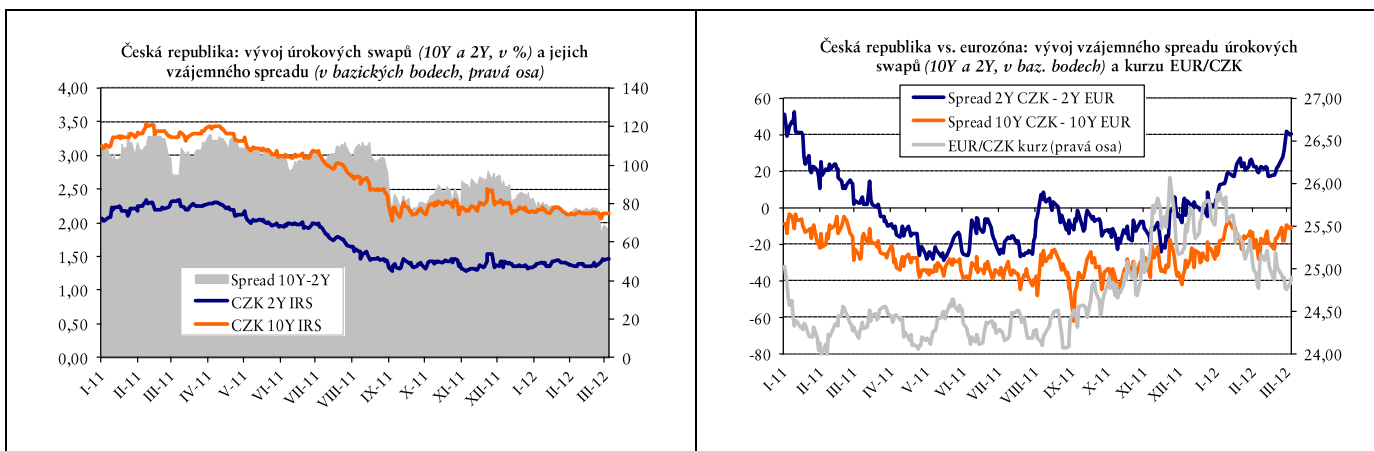
Vývoj za poslední týdny dle našeho názoru posiluje protiinflační rizika únorové prognózy ČNB. Koruna se totiž od počátku února drží v průměru mírně pod úrovní 25,00/EUR a vzhledem k riziku slabšího výkonu české ekonomiky (HDP), než se původně předpokládalo, avizuje česká vláda výdajové škrty pro letošní rok a další rozpočtové zprísňení na příjmové i výdajové straně pro další roky. Z ČNB zatím stále znějí hlasy podporující stabilitu úrokových sazeb na jejich stávajícím minimu (0,75 %). Předpokládáme, že ČNB na svém březnovém zasedání (29/3) sazby skutečně ponechá beze změny, nicméně i nová makroprognóza ČNB (v květnu) bude s velkou pravděpodobností indikovat pokles úroků. Naším hlavním scénářem (GP AM) zůstává stabilita sazeb ČNB na úrovni 0,75 %, riziko je ale vychýleno dolů.

Od počátku února se koruna drží v průměru na úrovni 24,98/EUR, aktuálně je spotový kurz pod úrovní 24,90/EUR. Koruně pomohlo zlepšení sentimentu na trzích státních dluhopisů největších ekonomik tzv. periferie eurozóny – Itálie a Španělska, na což pozitivně reagovaly i další středoevropské měny – forint a zlotý. Brzdou proti výraznějšímu posílení koruny a dalších regionálních měn byla trvající nejistota ohledně Řecka (forma a úspěšnost provedení výměny dluhopisů – „PSI“). Připomínáme, že průměrný kurz koruny 24,90/EUR předpokládá aktuální (únorová) prognóza ČNB až pro 2Q 2012. Pro 1Q 2012 prognóza viděla korunu v průměru na 25,50, skutečný průměr od počátku roku ale činí 25,24/EUR: koruna je tak vůči prognóze ČNB o 1 % silnější a vzhledem k aktuálnímu kurzovému vývoji lze čekat, že rozdíl za celý 1Q 2012 bude ve prospěch silnější koruny ještě výraznější, tedy výrazněji v protiinflačním směru. Náš odhad průměrného kurzu koruny činí 25,12/EUR pro 1Q 2012 a 24,40/EUR pro 2Q 2012.

V protiinflačním směru začíná působit také fiskální výhled. Vzhledem ke slabšímu výhledu HDP ČR a příslušným negativním implikacím pro příjmovou stránku státního rozpočtu (výběr daní a odvodů na sociální pojištění) chystá vláda pro letošní rok výdajové škrty v rozsahu 23,6 mld. Kč, aby se podařilo splnit cíl schodku státního rozpočtu na úrovni 105 mld. Kč. Výraznější úspory – cestou zvyšování daní a snižování výdajů (vč. důchodů a na sociální politiku) – pak Ministerstvo financí zamýšlí na roky 2013 (42,4 mld. Kč) a 2014 (84,4 mld.). Otevřenou otázkou, kterou musí zodpovědět vládní koaliční strany, zůstává struktura úsporných kroků v období 2013 a 2014: které daně a v jakém rozsahu se budou zvyšovat (daně z příjmů, sazba DPH, zdanění energií) a jakou cestou půjdou výdajové úspory (např. zmrazení penzí či změna způsobu jejich valorizace, jež povede ke zpomalení tempa růstu penzí). V tuto chvíli nemají úspory na r. 2013-2014 jasné kontury a tím méně oficiální formu, aby na ně mohla ČNB reagovat ve své prognóze a v praktických měnově-politických krocích. Nicméně, schválí-li vláda rozpočtové úspory na další roky (v podobě návrhu příslušných zákonů), musela by je ČNB vyhodnotit jako coby restriktivní pro celkovou domácí poptávku v české ekonomice a tedy coby protiinflační, jakkoliv by zvýšení sazby / sazeb DPH či jiných nepřímých daní vedlo k nárůstu celkové inflace: poptávkově-inflační tlaky by se totiž naopak dále zredukovaly (pro zajímavost, ČNB takto ve své Zprávě o inflaci z května 2011 vyhodnotila v alternativním scénáři dopad zvýšení snížené sazby DPH z 10 na 14 %, k němuž došlo letos v lednu). Vedle silnější koruny jsou tak plány Ministerstva financí na nové kolo rozpočtových úspor dalším protiinflačním faktorem vůči stávající prognóze ČNB. Připomínáme, že stávající prognóza ČNB implikuje pro 3Q 2012 pokles úrokových sazeb o 25bp. Navzdory výše uvedeným protiinflačním faktorům i nadále předpokládáme, že sazby ČNB letos zůstanou beze změny, nicméně výše diskutované faktory naznačují, že riziko tohoto předpokladu je jasně vychýlené ve směru možného snížení sazeb ČNB. Členové bankovní rady se zatím stále vyslovují pro stabilitu sazeb. Nicméně, v následujících týdnech se dle našeho názoru bude generovat tlak směrem k poklesu korunových úrokových swapů s kratšími splatnostmi, což by mělo vést ke steepeningu korunové swapové křivky.

Co se týče vývoje samotné inflace, ta v lednu vzrostla z 2,4 na 3,5 % y/y, což bylo více než čekal trh (3,2 % y/y) i ČNB (3,3%). Hlavním tahounem růstu inflace byly ceny energií pro domácnosti a potravin – a zejména růst cen potravin, na nichž se projevilo zvýšení DPH, byl výraznější, než se čekalo. Samotná ČNB vyhodnotila lednová data coby slabě proinflační riziko stávající prognózy, nicméně poptávková inflace zůstává v záporných hodnotách a potvrzuje tak celkové vyznění prognózy. Prognóza ČNB po většinu letošního roku vidí celkovou inflaci mírně nad 3 % (v průměru na 3,2 %), v roce 2013 by však mělo dojít k poklesu inflace na 1,5 %, tedy pod dvouprocentní inflační cíl ČNB. Pro srovnání, naše (GP AM) aktuální prognóza činí 3,5 % pro letošní rok, zatímco pro rok 2013 čekáme pokles průměrné inflace na 1,6 %. Tento pokles by měl být tažen sjednocením sazeb DPH na úrovni 17,5 % (celkově disinflační účinek), případné zvýšení sazby DPH či jiných nepřímých daní, jež zmiňujeme v předchozím odstavci, by nicméně vedlo celkovou inflaci v roce 2013 nad zmíněnou prognózu ČNB a nad námi aktuálně očekávanou úroveň.

Korunová swapová křivka prošla od počátku února bear flatteningem, když 2Y CZK swap vzrostl z oblasti 1,38 nad úroveň 1,45 % a 10Y CZK swap vzrostl z úrovně 2,12 na 2,14 %; 10Y/2Y spread tak klesl ze 74 na 68bp. Spready korunových úrokových swapů vůči jejich eurovým protějškům od počátku února vzrostly, v případě 2Y CZK-EUR spreadu z 26 na 41bp a v případě 10Y CZK-EUR spreadu z -16 na -11bp. V případě spreadu na kratších splatnostech i nadále hrály rozhodující roli specifické faktory, jež vedly k poklesu kratších splatnosti na eurové křivce (3Y LTRO ECB), zatímco 2Y CZK swap mírně vzrostl, což vzhledem k vývoji kurzu koruny a dalším protiinflačním rizikům považujeme za překvapivé. Obdobně u 10Y CZK-EUR spreadu, jenž zůstává v záporných hodnotách, nicméně zúžil se, došlo ke kombinaci mírného poklesu eurového swapu (nová vlna obav o hospodářský růst, nejistota spojená s Řeckem) a nepatrného nárůstu korunového swapu. S tím, jak čekáme další posilování koruny, předpokládáme roztažení negativního CZK-EUR spreadu na splatnosti 10Y a pokles EUR-CZK spreadu na 2Y splatnosti. V absolutním vyjádření čekáme mírný růst 10Y CZK swapu – pomalejší, než v případě jeho eurového protějšku, u 2Y CZK swapu bychom pak čekali mírný pokles s tím, jak vývoj kurzu koruny plus další zprávy z české ekonomiky (perspektiva rozpočtových úspor) bude trh vyhodnocovat coby protiinflační rizika.



### Akciové trhy: rally na akciových trzích pokračuje

V únoru pokračovaly akcie v růstu. Globální akciový index MSCI World si připsal 4,7 % a od počátku roku tak již posílil téměř o 10 %. V rámci hlavních regionů si opět vedly nejlépe emerging markets s 5,9 % růstem (+17,8 % YTD), následované Evropou (+4,3 % v únoru a +9,9 % YTD). Dařilo se i akciím v USA, které posílily o 4,1 % a od začátku roku si tak připisují 8,6 %. Americké akcie (S&P500) od svého lokálního dna vytvořeného na začátku října 2011 vzrostly již o 24 % a dostaly se tak na své nejvyšší úroveň od června 2008.

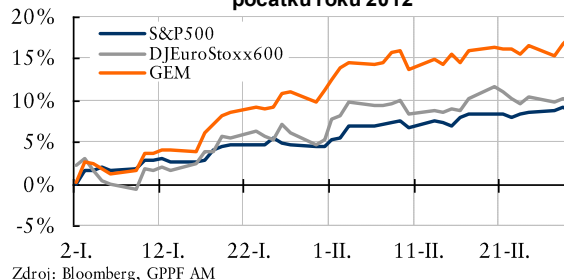
Akciové trhy byly v únoru podpořeny souběhem několika pozitivních faktorů, které ve finále vedly k poměrně významnému poklesu rizikových premií a nárůstu valuací. i) V únoru pokračovala série relativně silných makroekonomických dat. V USA to byly zejména pozitivní překvapení u zpráv o zaměstnanosti (nezaměstnanost v lednu překvapivě poklesla na 8,3 % z prosincových 8,5 %) a ze sektoru nemovitostí (housing starts vzrostly v lednu meziměsíčně o 1,5 % a prodeje nových domů dosáhly 321 tisíc oproti očekávaným 315 tis.). Také měkká data pokračovala v růstu a např. ISM manufacturing vzrostl v lednu na 54,1 z prosincových 53,1 a non-manufacturing ISM dokonce na 56,8 z předchozích 53,0; ii) Druhým důvodem pro nárůst rizikového apetitu investorů byl pokrok v jednáních na záchranu Řecka. V druhé polovině měsíce došlo ke schválení druhého záchranného balíčku v objemu 130 miliard EUR a ačkoli to v žádném případě neřeší dlouhodobé problémy Řecka, krátkodobě to výrazně zredukovalo obavy z jeho brzkého neřízeného defaultu; iii) Trhy postupně v průběhu února začaly víc a víc kalkulovat s nadcházejícím druhým LTRO, které představuje další významnou injekci likvidity do evropského bankovního systému, redukuje jeho systematická rizika a snižuje pravděpodobnost „credit crunch“. Výsledky LTRO byly oznámeny 29. února a celkový objem poskytnuté likvidity dosáhl 529,5 mld. EUR, což bylo přibližně v souladu s očekáváním trhů a více než prosincové LTRO (489 mld. EUR).

V únoru také pokračovala výsledková sezona v USA. Ke konci února tak zveřejnila výsledky drtivá většina společností z indexu S&P500. Zisky na akci vzrostly ve čtvrtém kvartále meziročně o 5,1 % a přinesly pozitivní překvapení ve výši 3,1 %. Zisky sice byly nad očekáváním analytiků, ovšem míra pozitivního překvapení byla výrazně nižší, než jsme byli zvyklí vidat v posledních kvartálech.

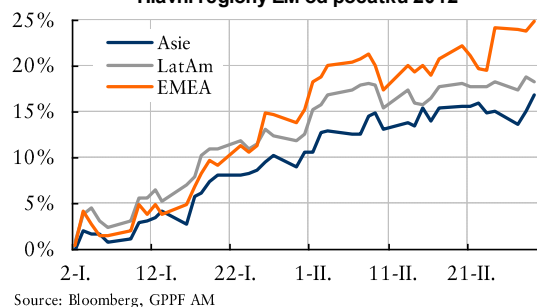
V rámci emerging markets se v únoru dále rozevíraly nůžky mezi výkonností regionu EMEA (+8,3 % v únoru a +24,8 % YTD) a Asií (+5,6 % resp. +16,7 %). Za růstem EMEA regionu stojí především růst akcií v Rusku (RTS index +10 %), který souvisí s růstem cen ropy (brent v únoru +10,5 %). Naopak akcie ve střední Evropě relativně zaostávaly (polský WIG20 -0,6 %, maďarský BUX +2,1 % a český PX +4,2 %). V ČR se dařilo především typickým cyklickým titulům (Erste Bank +12,3 %, NWR +10,5 %). Nicméně např. i klasická defenzivní Telefonica si v únoru připsala 5,3 %. Zásahu na tom měly zveřejněné výsledky hospodaření a především pak výše navržené dividendy (40 CZK na akcii), která překonala očekávání trhu, a plán zpětného odkupu akcií.

Výhled akciových trhů: Akcie jsou z technického hlediska mírně překoupené a sentiment indikátory ukazují na poměrně vysoký optimismus investorů. To je signálem spíše pro možnou korekci, jejíž pravděpodobnost po únorové rally dále vzrostla. Proti tomu jde skutečnost, že implikované rizikové premie na akciích jsou i přes výrazný růst akcií od začátku roku stále extrémně vysoké, tzn. akcie jsou stále relativně levné.

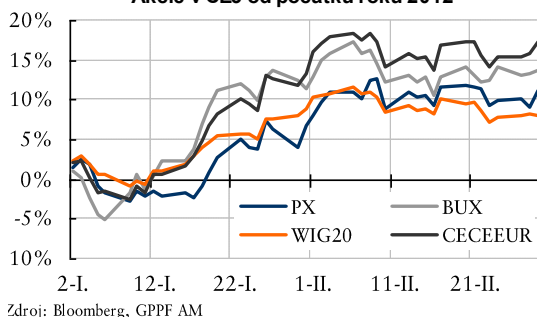
Relativní vývoj hlavních akciových indexů od počátku roku 2012



Hlavní regiony EM od počátku 2012



Akcie v CE3 od počátku roku 2012





## Kreditní trhy: Únor přinesl další utahování spreadů

V únoru byla pozornost trhů upřená opět do Evropy. Po značných průtazích, které provázely vyjednávání, došlo k dlouho očekávanému schválení finanční pomoci pro Řecko ve výši 130 mld. EUR. Výplata peněz, jež by měla významně snížit riziko řeckého defaultu, však závisí na dohodě země se soukromými věřiteli, kteří musí v dostatečně velkém počtu souhlasit s navrhovanými parametry vypořádání. Závěr měsíce přinesl rovněž druhé kolo tříleté LTRO, při které tentokrát participovalo více bank a která dosáhla většího objemu než její první fáze v prosinci.

Spread hlavního evropského kreditního indexu během února pokračoval v utahování, které započal během prosince, a dostal se níže o dalších 32bp. Výrazně lepší výkonnost u financials, které jsme byly svědky v předchozích dvou měsících, se během února vyrovnala s non-financials. Finanční sektor zaznamenal utahení o 35bp. (banky -35bp a pojišťovny -38bp), u non-financials došlo k utahení o 30bp, kdy ze sektorů si nejlépe vedl travel&leisure (-60bp) a stavebnictví (-37bp). Total return hl. indexu činil v únoru +1,8% (financials +1,9%, non-financials +1,7%).

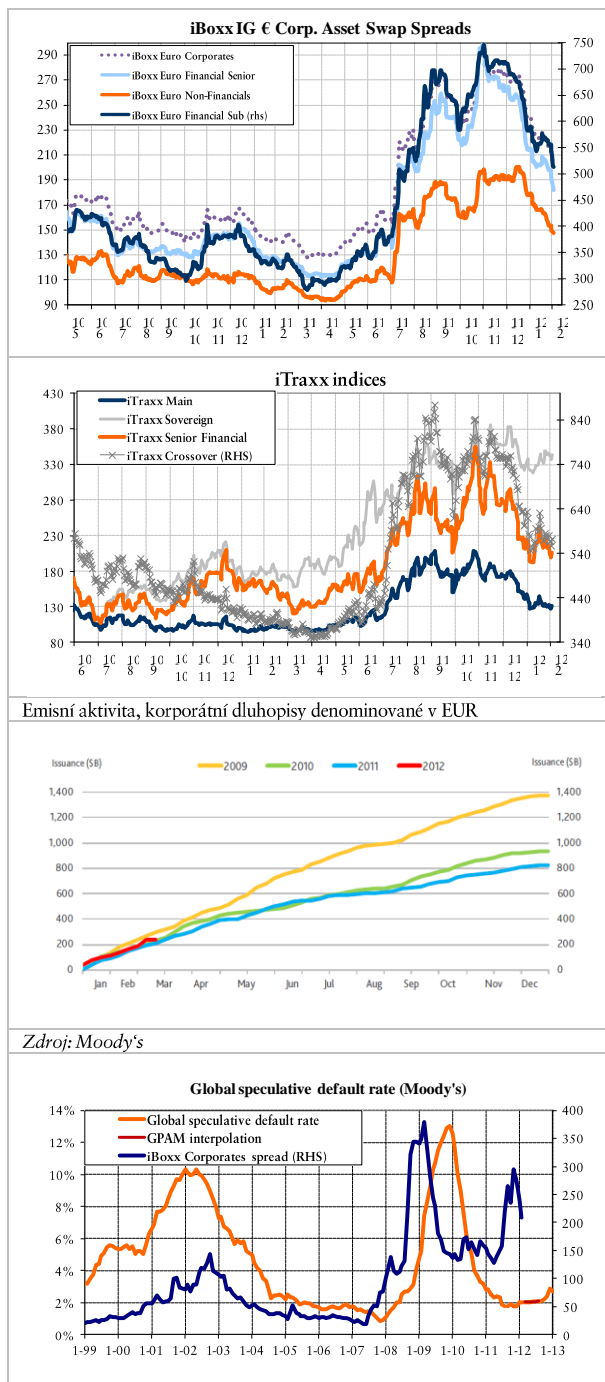
Hlavní iTraxx index utáhl spread o 15bp. Finanční sektor byl tentokrát s hlavním indexem in-line, kdy senior financial snížil spread o 14bp. iTraxx crossover se v únoru utáhl o 52bp. K opačnému vývoji naopak došlo u vládních dluhopisů, kdy u iTraxx Sovereign došlo k roztažení o 5bp.

## Nové úpisys a poptávka po kreditu

Počet nových emisí meziměsíčně mírně poklesl, přesto však zůstává na výrazně vyšších úrovních dosahovaných během posledního čtvrtletí roku 2011. I nadále pokračovaly přítoky do dluhopisových fondů, které se drží na nejvyšších hodnotách za poslední rok. Silné flow zaznamenaly především high-yield a emerging markets fondy.

## Krátkodobý výhled

V březnu budou trhy sledovat další vývoj událostí v Řecku, kde by mělo dojít k vypořádání se soukromými věřiteli a uvolnění schválené druhého záchranného balíčku pomoci, nutné pro splacení maturujících bondů ve výši 14,4 mld. EUR (splatnost: 20. března). V centru zájmu investorů budou i nadále makroekonomická data a situace v Portugalsku. Riziko představuje vývoj v Íránu spojený s dalším nárůstem cen ropy. Náš výhled na kredit v březnu je tak neutrální.



# KONTAKTY

---

Jáč Radomír	Chief Analyst Macroeconomic Analyst	(+420) 224 174 508	jac@generalippf.eu
Hanzo Ján	Equity Analyst	(+420) 224 174 420	hanzo@generalippf.eu
Koňák Ondřej	Equity Analyst	(+420) 224 174 516	konak@generalippf.eu
Kuběnka Miroslav	Head of Equity Research	(+420) 224 174 518	kubenka@generalippf.eu

---

**Disclaimer:**

*Generali PPF Asset Management, a.s. (dále jen „Společnost“) poskytuje veškeré informace s náležitou péčí, avšak činí tak bez nároku na správnost, úplnost či přesnost poskytovaných dat a informací.*

*Popisy, hodnocení a závěry (dále jen „Vyjádření“) poskytované formou různých textů odrážejí názory autora daného textu a jsou poplatné času jejich vytvoření. Vyjádření prezentovaná v těchto textech nemusí být vždy aktuální nebo je autor může následně pozměnit např. na základě změny vnějších faktorů, ale již bez následné změny původního textu. Vyjádření se mohou měnit bez předchozího upozornění autora či Společnosti.*

*Všechna poskytnutá historická data mají pouze omezenou informační hodnotu a z historických hodnot nelze předjímat budoucí stav.*

*Veškeré informace jsou poskytovány výlučně pro informativní účely a nelze je považovat za formu reklamy, doporučení ani žádný druh poradenství v oblasti finančních, investičních, právních či daňových záležitostí. Vyjádření poskytnutá Společností nemohou být využita jako základ pro nějaké konání či rozhodnutí a ani nepředstavují jakoukoliv nabídku či pobídku k obchodování s jakýmkoliv finančními nástroji. Vyjádření nezohledňují konkrétní a jedinečnou situaci adresáta Vyjádření. Zároveň nejsou určeny jako zprostředkovatelská služba pro uzavření obchodů s jakýmkoliv finančními nástroji či zprostředkování služby jakékoliv povahy.*

*Autoři jednotlivých textů jsou zaměstnanci Společnosti a žádná část odměn těchto zaměstnanců nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními Vyjádřeními. Je-li v textu zmínka o České národní bance (která vykonává nad Společností dozor), jiném tuzemském či zahraničním správním úřadu nebo instituci vykonávající dozor nad finančním trhem, nelze z této zmínky vyvozovat, že tyto instituce zaručují výnosy plynoucí z finančních nástrojů či investičních služeb v textu zmíněných či že tyto instituce takové nástroje či služby doporučují.*

*Společnost a/nebo společnosti, které tvoří se Společností koncern, její výkonné orgány, vedení a zaměstnanci mohou mít zájmy spojené s finančními nástroji, jichž se týkají informace prezentované v poskytovaných textech a s Vyjádřeními s nimi souvisejícími.*

*Osoby, do jejichž dispozice se dostanou texty s Vyjádřeními, by se měly řádně informovat na existenci omezení distribuce těchto textů z důvodů různé právní úpravy v jednotlivých zemích světa a měly by si být vědomy, že nerespektování takového omezení může dojít k porušení zákonů příslušné země.*

-----

*Tento dokument (a jeho přílohy) je určen výhradně jeho adresátovi (adresátům) a může obsahovat právně chráněné a/nebo důvěrné informace.*

*Šíření, prozrazení nebo jakákoliv jiná neautorizovaná manipulace s tímto dokumentem je zakázána. Pokud jste jej obdržel(a) omylem, okamžitě jej smažte a neprodleně informujte jeho odesílatele.*