



ČP INVEST investiční společnost, a.s.

KVĚTEN 2011

Analýza vývoje ekonomik a finančních trhů

6.5. 2011	AUTOŘI	Radomír Jáč Dagmar Hájková Ondřej Koňák Miroslav Kuběnka
		(+420) 224 174 508 (+420) 224 174 507 (+420) 224 174 516 (+420) 224 174 518
		jac@generalippf.eu hajkova@generalippf.eu konak@generalippf.eu kubenka@generalippf.eu
		www.generalippf.eu

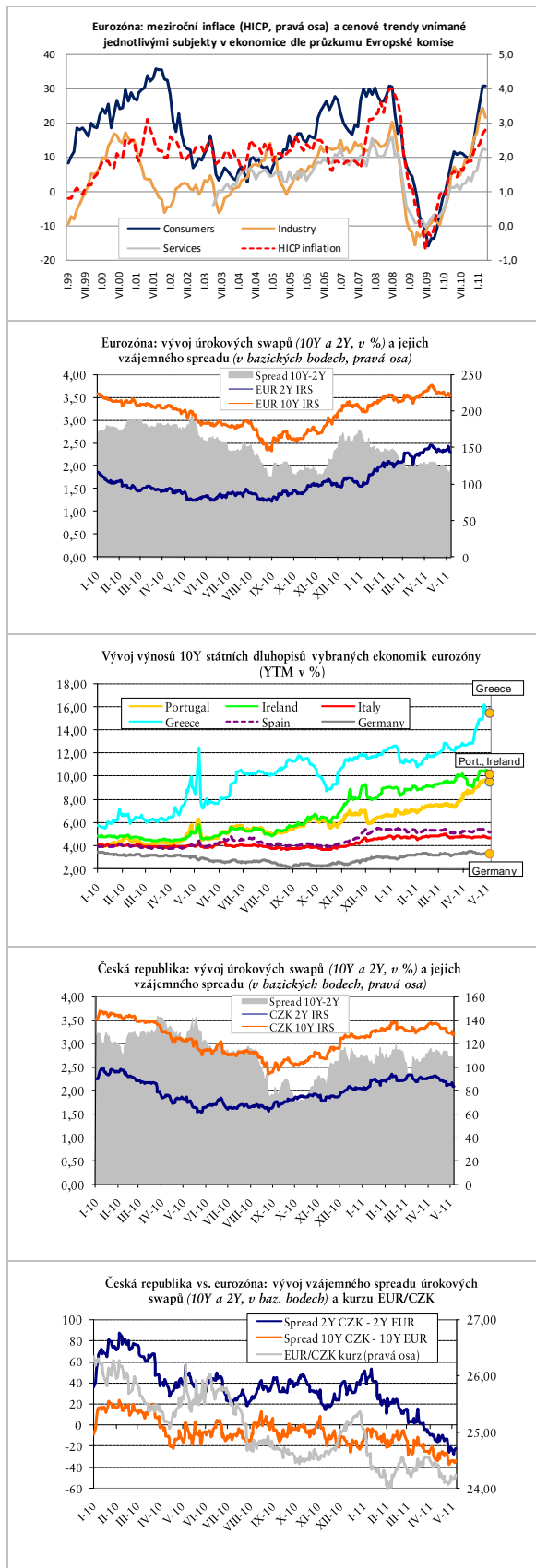
Vývoj finančních trhů v dubnu 2011 a výhled na další měsíce

Eurozóna: ECB na svém květnovém zasedání vyslala signál, že úroky již ve 2. čtvrtletí nezvýší; další pohyb se ale čeká v červenci

Po dubnovém zvýšení o 25bp ECB na svém květnovém zasedání ponechala v souladu s očekáváním refinanční sazbu beze změny na úrovni 1,25 % a vyslala signál, že sazby zůstanou stabilní i v červnu. Vzhledem k pohledu ECB na inflační rizika a také vzhledem k frázím použitým na tiskové konferenci lze ale předpokládat, že dalšího zvýšení úroků se dočkáme již v červenci. Eurové úrokové swapy reagovaly na květnovou tiskovou konferenci ECB poklesem. Dluhová krize: Portugalsko obdrží od EU a IMF pomoc v objemu 78 mld. EUR. Trh spekuluje, že Řecko bude muset restrukturalizovat svůj dluh.

Vývoji v eurozóně dominovaly v uplynulých týdnech dva faktory. Jednak pokračující dluhová krize v eurozóně, kde se nyní pozornost soustředila především na spekulace, že Řecko bude muset restrukturalizovat svůj dluh, a dále na květnové zasedání ECB. ECB v květnu ponechala úroky beze změny na úrovni 1,25 % - v souladu s indikacemi z dubnové tiskové konference, kdy ECB použila frázi „monitoring very closely“, jež v cyklu zvyšování úroků v období 2005-2007 sloužila jako signál stability úroků na příštím zasedání ECB a jejich zvýšení za 2 až 3 měsíce. V případě květnové tiskové konference se čekalo na to, zda bude výše zmíněná fráze zopakována (což by znamenalo stabilitu sazeb i na dalším zasedání v červnu) anebo zda ECB použije frázi „strong vigilance“, což by byl signál růstu sazeb již v červnu. Data zveřejněná před květnovým zasedáním, především pak data o inflaci (HICP) a průzkumy reflektující inflační očekávání jednotlivých sektorů v ekonomice (viz graf nahoře vpravo), jež míří dále nahoru anebo zůstávají historicky velmi vysoko, vedla k obavám, že ECB ohlásí „strong vigilance“ (a tedy připravenost zvýšit úroky již na červnovém zasedání) již teď, tedy na květnové tiskové konferenci. ECB nicméně zopakovala frázi „monitoring very closely“, což pro červen znamená stabilitu úroků – a jakkoliv ECB i nadále konstatuje dominanci proinflačních rizik a analytický konsensus předpokládá další zvýšení sazeb o 25bp na červencovém zasedání (což je i náš názor), tak květnová tiskovka ECB vedla k poklesu eurových úrokových swapů při steepeningu křivky a eurové úrokové swapy tak od počátku dubna celkově mírně klesly.

Na periferii eurozóny dominují diskuse a spekulace na téma nevyhnutelnosti restrukturalizace státního dluhu Řecka. Tyto spekulace jsou živeny výroky komentářů poradců německé vlády a představitelů tamních ministerstev. Řecká vláda, představitel ECB, ale také například francouzská ministryně financí, myšlenku restrukturalizace odmítají (několik představitelů ECB se nechalo slyšet, že restrukturalizace by se mohla vymknout z rukou a způsobit horší bankovní krizi než pád Lehman Brothers). Výnosy řeckých státních dluhopisů si během dubna každopádně sáhly na nová historická maxima.



V anketě Reuters z druhé poloviny dubna většina respondentů očekávala, že Řecko bude muset v průběhu následujících 24 měsíců k nějaké formě restrukturalizace svého dluhu přistoupit. Dle mírné většiny takto smýšlejících respondentů k restrukturalizaci ovšem dojde spíše až za jeden rok než během nejbližších dvanácti měsíců. Coby pravděpodobná forma restrukturalizace dluhu bylo v anketě nejčastěji zmiňováno prodloužení splatnosti dluhu, dále pak snížení úroků z dluhu a relativně nejméně respondentů uvádělo částečné nesplacení dluhu (jmenovité hodnoty dluhopisů) – tzv. haircut. Počátkem května se pak představitelé řecké vlády nechali slyšet, že by uvítali prodloužení splatností na úvěry v rámci balíčku 110 mld. EUR, jež byly loni na jaře schváleny IMF a na bilaterální bázi vládami členských zemí eurozóny (s výjimkou Slovenska). Tato myšlenka byla vyslovena v předvečer pravidelné inspekční návštěvy představitelů IMF a EU, jež má posoudit pokrok Řecka v jeho úsilí o stabilizaci veřejných financí.

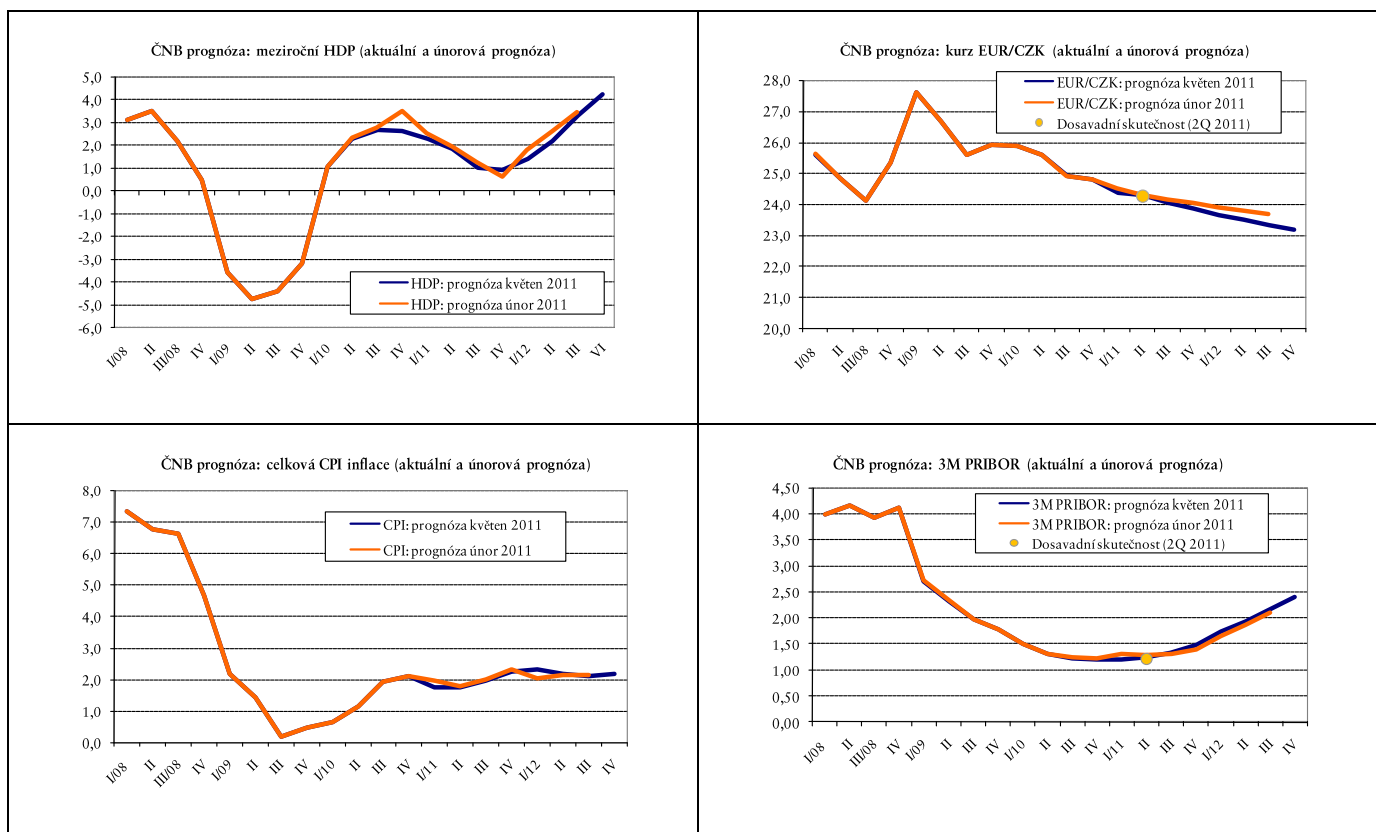
Co se týče Portugalska, tak počátkem května byl schválen úvěr ze strany IMF a EFSF v celkovém objemu 78 mld. EUR. Splátnost by měla činit 3 roky, nicméně detaily včetně výše úroků budou teprve dohodnuty na květnové zasedání ministrů financí eurozóny (Eurogroup; koná se 16/5). Dobrou zprávou je, že dohodu podporují i portugalské opoziční strany (předčasné volby se v Portugalsku konají 5. června), problémem je ale situace ve Finsku, kde v dubnových parlamentních volbách výrazně posílila euroskeptická strana „The True Finns“, jež má obecně záporný postoj k záchraně členů eurozóny, kteří se propadli do dluhové krize. V uplynulých týdnech se objevovaly náznaky, že by „Praví Finové“ mohli pomoc pro Portugalsko podpořit výměnou za splnění jiných svých vnitropolitických požadavků, možnost kompromisu ale následně byla dementována a na konečné přislíbení podpory ze strany Finska se zatím stále čeká. Graf na předešlé stránce ukazuje, že na historická maxima (za dobu členství v eurozóně) si v průběhu dubna sáhly výnosy státních dluhopisů nejen Řecka, ale také v případě Portugalska a Irska.

Eurovým úrokovým swapům od počátku dubna dominoval bull flattening, tahounem tohoto vývoje byly faktory diskutované výše, tj. prohlubující se dluhová krize v eurozóně (vyjádřená růstem rizikové prémie na Řecko, Irsko a Portugalsko) a vyznění tiskové konference ECB po květnovém zasedání. V porovnání s počátkem dubna klesl 2Y EUR swap o více než 5bp, mírně nad úroveň 2,30 %; 10Y EUR swap klesl o 10bp, do oblasti 3,55 %. Sklon křivky (spread 10Y/2Y) tedy klesl zhruba o 5bp, do pásma 120-125bp: ve výhledu do konce 2Q 2011 jej očekáváme převážně v pásmu 90 až 130bp. I nadále předpokládáme, že výhled růstu úrokových sazeb ECB by měl tlačit výnosovou křivku k flatteningu s tím, že kratší výnosy dále porostou, zatímco u delších výnosů by mohlo dojít ke zklidnění v kontextu obav, nakolik se silnější euro a vyšší ceny komodit se zpožděním několika kvartálů projeví – spolu se zpřísněním měnové politiky ECB – na tempu hospodářského růstu eurozóny. Respektive, růst eurových úrokových swapů ve zbytku 2Q 2011 by dle našeho názoru měl zhruba odpovídat tomu, co momentálně implikují úrokové forwardy, tj. co je již diskontováno trhem.

ČR: ČNB na květnovém zasedání ponechala úroky beze změny a nová makroprognóza implikuje pomalejší růst úroků, než čekal trh

ČNB na svém květnovém zasedání ponechala repo sazbu beze změny na úrovni 0,75 %. Čerstvá kvartální makroprognóza se liší od té únorové jen nepatrně a první zvýšení úroků předpokládá pro 4Q 2011 (únorová prognóza hovořila „o konci roku 2011“). Prognóza růstu HDP ČR pro letošní i příští rok byla mírně snížena, koruna by ale měla posilovat o něco rychleji, než ČNB předpokládala v únoru. Pokud nedojde k zásadnějšímu překvapení ze strany HDP za 1Q 2011 anebo k výraznějšímu oslabení koruny, tak ČNB ponechá své sazby beze změny i na červnovém zasedání. V porovnání s počátkem dubna jsou korunové úrokové swapy nyní nižší jak v absolutním smyslu, tak vůči svým eurovým protějškům.

ČNB na svém květnovém zasedání ponechala úrokové sazby beze změny na historickém minimum 0.75 %: v souladu s převažujícím očekáváním na trzích. Pro stabilitu hlasovalo 5 členů bankovní rady; zbylí 2 (pravděpodobně E. Zamrazilová a K. Janáček) požadovali zvýšení sazeb o 25bp. ČNB zároveň zveřejnila novou kvartální makroprognózu. Obecně se čekalo, že nová prognóza bude implikovat dřívější zvýšení úroků než předchozí prognóza z února, s nímž bylo konzistentní zpřísnění měnové politiky v závěru letošního roku. Nicméně, změny jsou v tomto ohledu jen zcela nepatrné a nová prognóza implikuje růst úroků „počínaje 4Q 2011“. Pokud bychom obě prognózy vzali „za slovo“, tak ta únorová zřejmě indikovala první zvýšení úrokových sazeb ČNB na letošní prosincové zasedání, zatímco v případě nové prognózy by mělo jít o listopad. Jak je vidět z přiložených grafů, tak i v případě prognózy HDP, kurzu koruny a inflace se nová (květnová) prognóza liší od té únorové jen málo. Růst HDP ČR je nyní odhadován na 1,5 % v letošním roce (vs. 1,8 % v únorové prognóze) a v roce 2012 na 2,8 % (vs. 3,0 %). Koruna by měla vůči euro posilovat o něco rychleji, než ČNB soudila původně: ačkoliv rozdíl oproti předchozí prognóze není zásadní, tak jde o zajímavý posun v kontextu předpokladu pomalejšího růstu české ekonomiky a rychlejšího růstu zahraničních úrokových sazeb (3M EURIBOR), u nichž se nyní pro letošek předpokládá průměrná úroveň 1,6 % (vs. 1,2 %) a 2,6 % v roce 2012 (vs. 1,7 % předpokládaných v únorové prognóze): uvedené předpoklady jsou totiž pro korunu samy o sobě méně příznivé než ty před třemi měsíci. Kompletní detaily k čerstvé makroprognóze ČNB budou k dispozici ve Zprávě o inflaci, jež bude publikována 13. května. Nicméně, výše nastíněné vyznění této prognózy naznačuje, že ČNB nebude se zpřísněním své politiky spěchat, a že úroky tedy zůstanou beze změny nejspíše i na červnovém zasedání (23/6).



Co se týče makrodat, tak inflace v březnu klesla z 1,8 na 1,7 %, tedy 0,2 procentního bodu pod prognózou ČNB. Hlavní příčinou této odchylky byl nižší než předpokládaný růst cen potravin. Zároveň ale ČNB konstatuje trvalou absenci poptávkově-inflačních tlaků v české ekonomice. Pro-inflační rizika jsou tak spatřována pouze v zahraničním vývoji, konkrétně v cenách ropy a také v rychlejším růstu úroků v eurozóně (nicméně, jak konstatujeme výše, tak navzdory předpokládanému vývoji zahraničních úrokových sazeb ČNB očekává o něco rychlejší posilování koruny než v předchozí prognóze). Pro samotný 2Q 2011 ČNB očekává inflaci v průměru na 1,7 %, tedy na stejné úrovni, jaká byla vykázána za 1Q 2011. Nad 2,0 % (a tedy nad úroveň inflačního cíle) se dle ČNB inflace dostane až ve 4Q 2011. Mírně nad 2,0 % by se pak inflace měla držet i v celém příštím roce, pro nějž prognóza ČNB indikuje průměr 2,2 %. Případné zvýšení snížené sazby DPH z 10 na 14%, tak jak jej od ledna 2012 zamýšlí provést vláda, by dle ČNB mělo mít na inflaci jen minimální sekundární dopady – a na primární dopady na inflaci, způsobené změnami nepřímých daní, ČNB svou politikou obvykle nereaguje. Ve skutečnosti může uvedené zvýšení sazby DPH dle propočtů alternativního scénáře, jenž ČNB v rámci kvartální prognózy vypracovala, vést k potřebě mírně nižších úroků, než jaké popisuje základní scénář a tabulky na předchozí straně, neboť vyšší sazba DPH by sama o sobě měla mít negativní vliv na spotřebu domácností a tedy i na růst české ekonomiky jako celku.

Vedle skutečného vývoje inflace ve 2Q 2011 bude mít na uvažování ČNB jistě vliv také statistika o výkonu HDP za 1Q 2011. Předběžný údaj (bez struktury) bude zveřejněn 13. května, detailní struktura pak bude k dispozici 9. června. Samotná ČNB pro 1Q 2011 očekává zpomalení meziročního tempa růstu HDP z 2,6 na 2,3 %, náš odhad shodně s tržním konsensem očekává zpomalení na 2,5 %. Vedle úrovně růstu samotného HDP bude také důležitý údaj o vývoji spotřeby domácností: a zde měsíční údaje o maloobchodních tržbách naznačují, že výsledek za 1Q 2011 by nemusel být špatný, což by ovšem pro centrální banku představovalo překvapení ve směru pro-inflačních rizik. Každopádně, jak konstatujeme výše, tyto detaily o HDP za 1Q 2011 se dozvíme až počátkem června.

Navzdory zvýšení úroků ECB česká koruna od počátku dubna vůči euru posílila: z oblasti 24,50 do oblasti 24,20/EUR. Mezi korunovými a eurovými úrokovými swapy došlo k roztažení záporných spreadů: zatímco ECB své úroky počátkem dubna zvýšila, tak data o české inflaci a nová makroprognóza ČNB vizi zpřísnění měnové politiky v české ekonomice nijak neurychlily. Od počátku dubna 10Y CZK swap klesl o 20bp na úroveň 3,20 %; 2Y CZK swap klesl o necelých 20bp, mírně pod úroveň 2,10 %; sklon korunové swapové křivky (10Y/2Y spread) tak zůstal prakticky beze změny mírně nad úrovní 110bp. Vůči eurovým protějškům klesl spread 10Y CZK swapu o 10bp k úrovni -35bp, u 2Y CZK swapu spread klesl o více než 10bp, do oblasti -25bp. Tento vývoj byl v rozporu s naším očekáváním z počátku dubna, kdy jsme předpokládali, že rétorika ČNB povede ke zúžení negativních spreadů korunových úrokových swapů vůči jejich eurovým protějškům. Koruna navíc navzdory rozdílnému vývoji politik ČNB a ECB posílila a od půlky dubna se pohybuje v pásmu 24,05-24,25/EUR. V oblasti 24,20/EUR očekáváme kurz koruny i pro nejbližší týdny. Perspektiva vývoje měnové politiky v ČR a eurozóně pro nejbližší měsíce příčinu k výraznějšímu posílení koruny nezavdává. Očekávali bychom proto, že se též zastaví rozšiřování záporných spreadů mezi korunovými a eurovými swapy, nicméně perspektiva zvýšení úroků ECB na zasedání na počátku července (a stability úroků ČNB na červnovém zasedání) nedávají ani prostor na výraznější zúžení stávajících záporných spreadů. Vzhledem k našemu názoru na eurovou swapovou křivku by to tedy znamenalo mírný růst také v případě korunových úrokových swapů.

Akciové trhy - dobré firemní výsledky pomohly akciím na nová lokální maxima

Akcie v dubnu posílily na svá maxima v rámci tohoto ekonomického cyklu, přičemž růst se na akciových trzích odehrál především v druhé polovině dubna.

Výkonnost hlavních regionů byla tentokrát hodně podobná. Americké akcie (index S&P500) posílily o 2,8 %, evropské (DJEuroStoxx600) o 3,1 % a akcie na emerging markets (MSCI GEM) o 2,8 %.

Indexům kotovaných v USD k růstu pomohlo i dubnové oslabení USD (vůči EUR o 4,5 %), a tak např. globální akciový index vzrostl o 4,0 %.

V první polovině měsíce se do popředí zájmu investorů dostalo opětovně Řecko a spekulace o možné restrukturalizaci jeho dluhů. K tomu se přidala spíše slabší makroekonomická data v USA, která vedla ke snižování očekávaného růstu americké ekonomiky.

V druhé polovině měsíce dostaly akciové trhy silný impuls ze strany korporátních dat. Ačkoli je výsledková sezona stále v plném proudu, již teď je zřejmé, že firmy zveřejňují velmi dobré výsledky hospodaření za první kvartál letošního roku a přináší tak výrazné pozitivní překvapení. Zatím zveřejnilo výsledky 300 společností z indexu S&P500, z toho 229 společností (77 %) překvapilo pozitivně. Meziročně roste EPS (earnings per share) o 22,9 % a je zatím o 8,3 % nad očekáváním analytiků. Také tržby rostou meziročně dvojciferným tempem (+10,1 %) a překonávají odhady analytiků o přibližně jedno procento. Analytici reagují na probíhající výsledkovou sezona zvyšováním svých odhadů na celý letošní rok i na rok 2012, když jen za duben vzrostlo očekávané EPS pro rok 2011 o 1,7 USD na 98,6 USD. Úroveň S&P500 indexu z konce dubna (1364 bodů) tak implikuje očekávané P/E pro konec letošního roku ve výši 13,5x – úroveň kterou považujeme za nízkou vzhledem k ekonomické situaci.

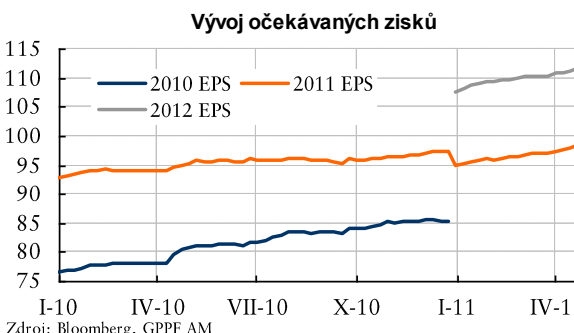
V závěru měsíce byl vývoj na trzích pozitivně ovlivněn také dowish postojem FEDu, který na svém zasedání neindikoval žádné nové restriktivní kroky nad rámec toho, co již bylo známo. Důsledkem toho byl růst rizikových aktiv, pokles reálných sazeb, další oslabení dolaru a růst cen komodit.

Růst cen komodit a oslabení dolaru pomohlo MSCI GEM indexu, kotovanému v USD. Přesto si tento hlavní akciový emerging markets index připsal „jen“ 2,8 % a hlavně v závěru měsíce výrazně underperfoval rozvinuté trhy. Ropa WTI v dubnu vzrostla o 6,8 % a přehoupala se přes 110 USD za barel. I v dubnu zaznamenaly největší růst akcie v regionu EMEA (+3,6 %) a dál se tak rozevěřely nůžky ve výkonnosti tohoto regionu oproti akciím v Asii a Latinské Americe.

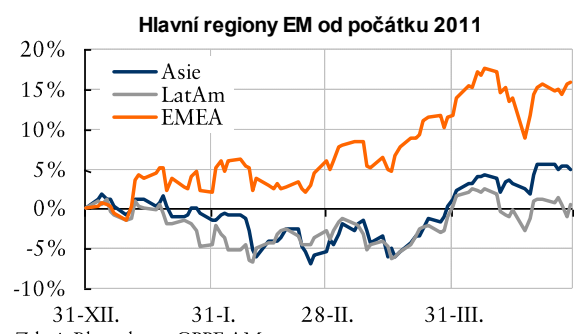
V rámci střední Evropy se nejvíce dařilo maďarským akciím, které si v dubnu připsaly 4,8 % a od letošního roku tak již posílily o téměř 14 %. Maďarský index byl tažen nahoru především bankovním sektorem. Akcie OTP banky vzrostly v dubnu o téměř 14 % v reakci na oznámení o obnově výplaty dividendy a akvizičních záměrů v zahraničí. Český PX index byl pozitivně ovlivněn především energetickými akciemi (ČEZ +5,8 %; Unipetrol +11,5 %), zatímco bankovní tituly ztrácely (Erste Bank -4,2 %).



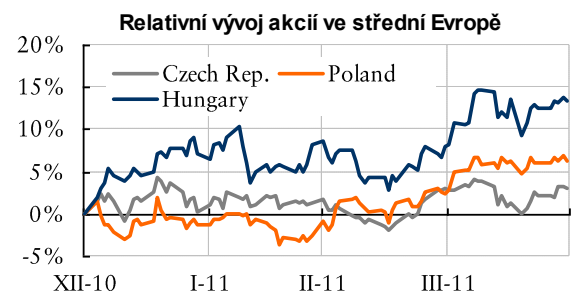
Zdroj: Bloomberg, GPPF AM



Zdroj: Bloomberg, GPPF AM



Zdroj: Bloomberg, GPPF AM



Zdroj: Bloomberg, GPPF AM

Kreditní trhy: Pozitivní sentiment a zesilování rizik v oblasti makrodat a měnové politiky mohou vést ke krátkodobé korekci

V dubnu nejenže nedošlo k větší korekci, jíž dlouhodobý pozitivní vývoj spreadů už nasvědčoval, naopak spread hlavního eurového korpor. indexu invest. stupně se utáhl o dalších 9 bodů po 6-bodovém utážení v březnu. Financials opět outperformovaly (-12 bodů), zejména vlivem pozitivního vývoje podřízených emisí. Touha investorů po titulech s vysokými výnosy je dokreslena i vývojem indexu CDS společností spekulat. ratingů - iTraxx Crossover 5Y se během dubna utáhl o vysokých 33 bodů. Hlavní index CDS - iTraxx Europe 5Y se utáhl o 6 bodů, tj. opět trochu méně než spread hlavního korpor. indexu. Hlavní korpor. index v dubnu zaznamenal také silný total return (+1 %), nejvyšší od srpna 2010, také zde je patrná outperformance podřízených emisí.

Sektory, které v dubnu outperformovaly hlavní index: Travel & Leisure, Stavebnictví či Telekomunikace. Jediný sektor, u kterého došlo k roztažení spreadu, byl Chemicals, málo se utáhly například Food & Beverages či Pojišťovny.

Nové úpisys a poptávka po kreditu

V Evropě emisní aktivita v dubnu slábla, jak dokresluje i třetí graf vpravo. Hodnota nových úpisů od začátku roku klesla zhruba o 13 % y/y. Slabší emisní aktivita spolu s dostatkem likvidity mohou být také jedním z hlavních důvodů dobré výkonnosti evropského kreditu. Mezi dalšími důvody spatřujeme také dobrá makroekonomická data, politické odsouvání řešení problémů solventnosti států či zlepšující se finanční výsledky společností, které dokresluje i konsensus růstu zisků evropských společností v násl. 12 měsících o 24 %.

Krátkodobý výhled

Navzdory pozitivnímu vývoji za celý duben jsme byli svědky stabilizace spreadů v druhé části měsíce, způsobené zejména vývojem na periférii eurozóny. Domníváme se, že nyní už kredit začne být více citlivý na události; vzrůstá riziko, že už nebudou zveřejňována tak dobrá makrodata jako dopsud, začíná cyklus zpříšňování měnových politik, také nepokojům v regionu MENA ještě není konec. Náš výhled na následující měsíc tak je neutrální až mírně negativní.

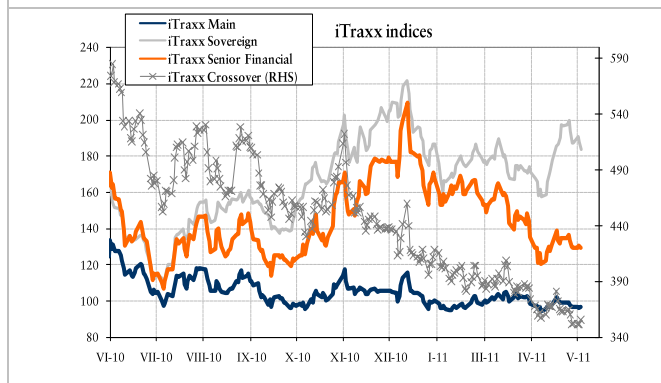
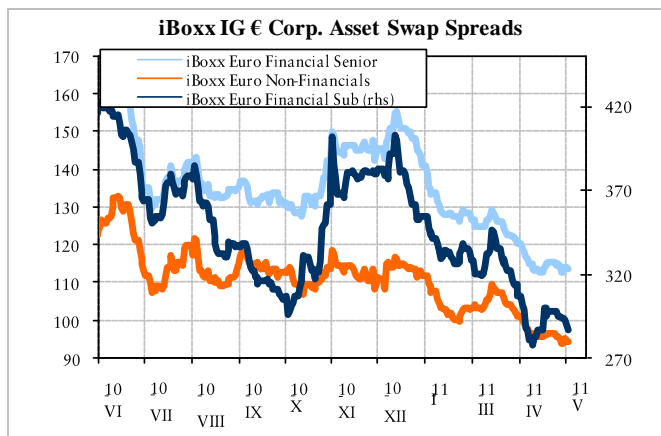
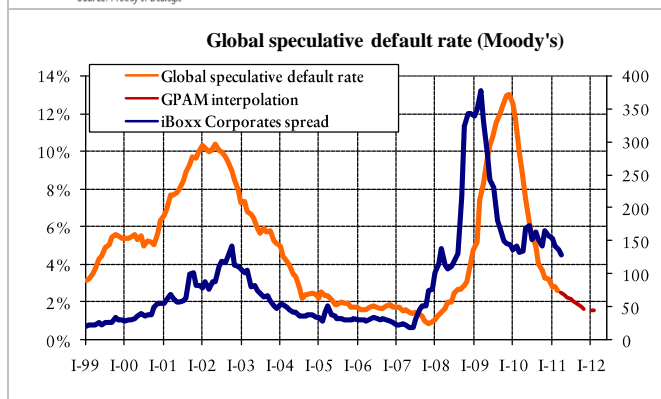
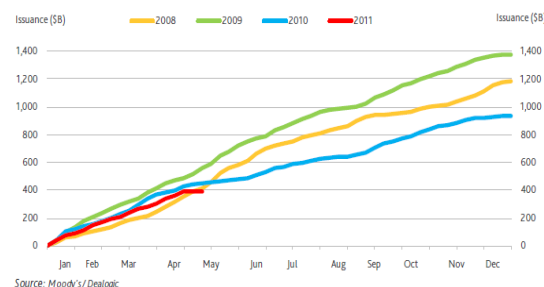


FIGURE 6: Market Cumulative Issuance - Corporate & Financial Institutions: EURO Denominated



KONTAKTY

Jáč Radomír	Chief Analyst Macroeconomic Analyst	(+420) 224 174 508	jac@generalippf.eu
Hájková Dagmar	Credit Risk Analyst	(+420) 224 174 507	hajkova@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.