



ČP INVEST investiční společnost, a.s.

ŘÍJEN 2012

Finanční trhy v září 2012 a výhled na další měsíce

9.10. 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 září 2012 a výhled na další měsíce

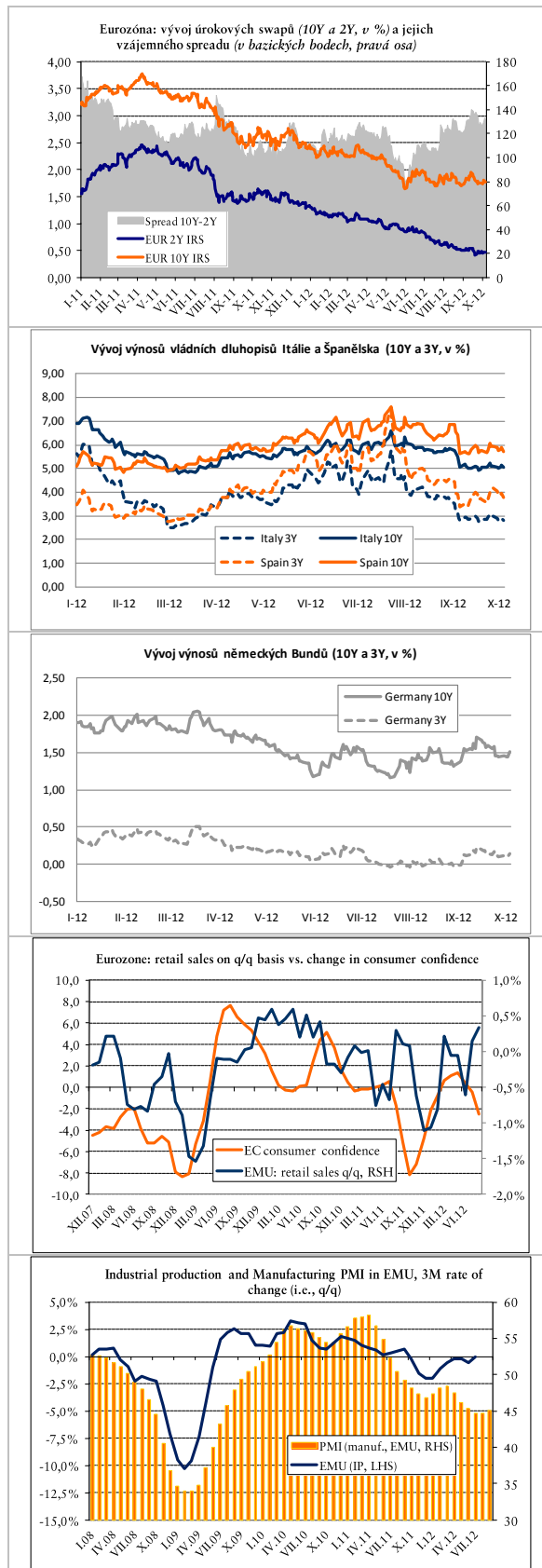
Eurozóna: Měsíc září byl ve znamení poklesu výnosů vládních dluhopisů na periferii eurozóny a růstu výnosů německých bundů s tím, jak na trh mělo vliv oznámení ECB ohledně OMT programu, učiněné počátkem měsíce. ECB na svém říjnovém zasedání otázku snížení úroků vůbec nediskutovala, nicméně tento krok může přijít v prosinci. Křivka eurových úrokových swapů během září steepovala.

Měsíc září byl ve směru pozvolného odlivu investorů z bezrizikových aktiv k aktivům rizikovějším, což se projevilo v poklesu výnosů vládních dluhopisů na periferii eurozóny a paralelně s tím v růstu výnosu německých bundů. Zprávy z ekonomiky zároveň ukazují na disproporci mezi slabými ukazateli podnikatelské a spotřebitelské důvěry na jedné straně a ne až tak špatnými „tvrdými“ daty z ekonomiky (průmyslová výroba, maloobchod) na straně druhé. Eurozóna ale dle všeho ve 3Q 2012 vykáže pokles HDP a upadne tak do recese, pro 4Q 2012 očekáváme stagnaci HDP na mezikvartální bázi. ECB nicméně na svém říjnovém zasedání ponechala úrokové sazby beze změny, sdílíme ale názor, že refinanční sazba bude snížena na prosincovém zasedání.

Ohlášení ECB na téma OMT programu na zářijové tiskové konferenci bylo dominantním faktorem pro vývoj sentimentu investorů v průběhu září a výsledkem byl pokles výnosů vládních dluhopisů nejen ve Španělsku a Itálii, což jsou země, jichž se mohou nákupy dluhopisů v rámci OMT programu reálně týkat (pokud jejich vlády požádají ESM o sovereign bailout a podepíší Memorandum of Understanding), ale tak v Portugalsku a Řecku.

V případě Řecka se čeká na dokončení mise „Trojky“ a následné schválení výplaty celkem 31 mld. EUR z existujícího záchranného balíku. V tuto chvíli není jasné, zda se vše stihne do říjnového Summitu EU (18.-19.10.) anebo zda proces zabere delší dobu: Řecko má dle všeho prostředky do konce listopadu, což se tedy jeví coby nejzazší termín pro dohodu s věřiteli. Ze strany EU Řecko tentokrát neslyší kritiku nýbrž uznání dosavadních opatření (s tím, že nový balíček řeckých úspor na příští dva roky – celkem 13,5 mld. EUR – spíše k dohodě), slabý výkon ekonomiky ale indikuje, že v příštích letech může Řecko potřebovat ještě další pomoc nad schválený rámec, což je zřejmě důvod protažení stávajících jednání mezi Řeckem a Trojkou. Finanční trhy jsou nicméně ohledně dosažení dohody optimistické a výnos řeckého 10Y dluhopisu klesl z 22,93 % (počátek září) na aktuálních 18,31 % a je tak jen 30bp nad minimem z letošního března, kam spadl po restrukturalizaci dluhu.

Španělsko se zatím na dotazy, zda požádá o sovereign bailout a splní tak nutnou podmínku pro aktivaci OMT programu ze strany ECB, odpovídá negativně. Díky tomu, jak oznámení OMT programu vedlo na periferii k poklesu výnosů dluhopisů, včetně těch španělských, není španělská vláda momentálně pod tlakem se žádostí o bailout spěchat. Navíc, vnitropolitické faktory (regionální volby 21. října) jsou pro vládu také důvodem, proč se žádostí o pomoc nespěchat. Nelze tak vyloučit, že trh bude muset španělskou vládu v tomto směru „popostrčit“ opětovným nárůstem výnosů dluhopisů.



Nicméně, strukturální reformy nedávno ohlášené španělskou vládou měly již ze strany Evropské komise pozitivní odezvu a lze předpokládat, že opatření v rámci Memorandum of Understanding (jež je součástí žádosti o sovereign bailout) by nebyla tvrdší než ta opatření, jež španělská vláda v uplynulých týdnech a měsících sama přijala či alespoň ohlásila. Nelze tedy vyloučit možnost, že si vláda sama řekne koncem října o pomoc a vše se v mezidobí obejde bez výraznějšího tlaku na růst výnosů španělských vládních dluhopisů. Nicméně, samotná španělská vláda zůstává v tomto ohledu zatím nečitelná.

Makro data z eurozóny jsou smíšená: byznys sentiment indikátory (PMI) jsou konzistentní s poklesem HDP ve 3Q 2012 až o -0,6 % q/q, na druhou stranu vývoj maloobchodních tržeb v eurozóně či průmyslové výroby naznačují, že mezikvartální výkon v těchto sektorech může být lepší než ve 2Q 2012. I nadále předpokládáme, že HDP eurozóny vykáže ve 3Q 2012 pokles -0,3 % q/q, pro 4Q 2012 pak čekáme stagnaci (0,0 % q/q) a za celý letošní rok čekáme pokles HDP -0,4 %. Pro rok 2013 čekáme růst HDP 0,6 %, rizika jsou však vychýlena směrem ke slabšímu výsledku – ECB očekává růst 0,5 % a konsensus dle Reuters pouze 0,3 %. Pro samotný 4Q 2012 čekáme zlepšení indikátorů důvěry v ekonomiku eurozóny – pomoci by tomu měla opatření typu programu OMT, na summitech EU v průběhu 4Q 2012 by pak měly být vyhlášeny další kroky či alespoň záměry, jež eurozónu povedou k těsnější integraci ve smyslu fiskální, bankovní i politické unie. Zajímavé také bude sledovat, jak se opatření ECB (OMT program) promítnou do sentimentu v bankovním sektoru – kvartální Bank Lending Survey (ECB) bude zveřejněn na konci října.

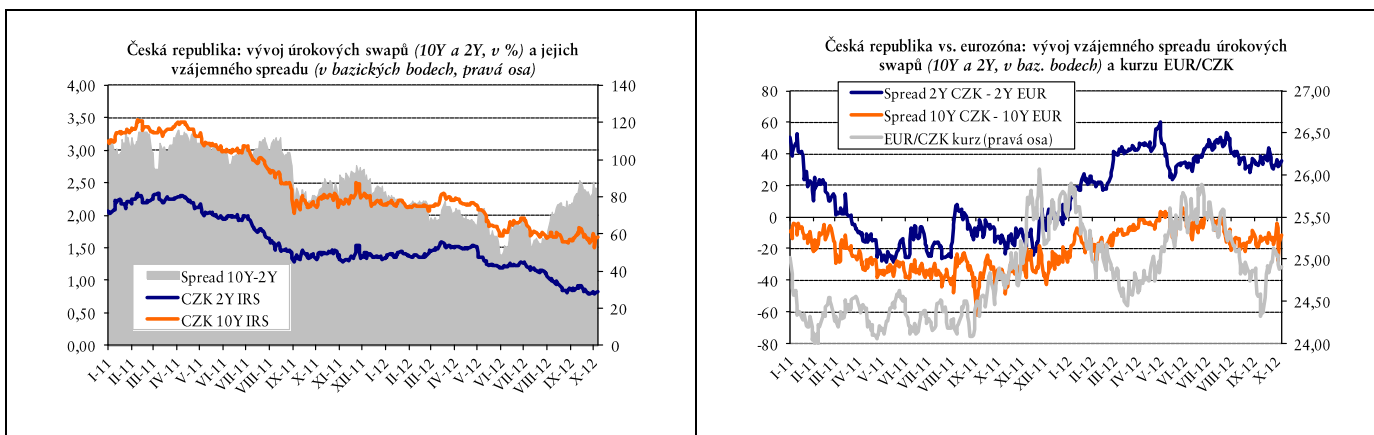
Co se týče eurových úrokových swapů, tak od počátku září prošla křivka steepeningem: 10Y/2Y spread vzrostl z úrovně 123bp mírně nad 130bp, když 10Y EUR swap vzrostl o 4bp na úroveň 1,77 % a 2Y EUR swap šel naopak o 4bp dolů – na úroveň 0,46 %. U kratších swapů i nadále čekáme stabilitu anebo i mírný pokles: věříme, že ECB ve 4Q 2012 dále sníží svou refinanční sazbu ze stávající úrovně 0,75 % (spíše na prosincovém zasedání než v listopadu), nicméně to je již v trhu do značné míry předem zahrnuto, resp. ve stávající konstelaci měnové politiky ECB má na kratší sazby v eurozóně vliv více faktorů, než jen samotné nastavení refinanční sazby centrální banky. Delší eurové úrokové swapy zůstanou volatilní, nicméně tendence jejich postupného růstu by měla být zachována s tím, jak dle našeho názoru bude pokračovat postupný odliv investorů z bezrizikových aktiv směrem k aktivům rizikovějším a pozitivně by měl reagovat také sentiment v ekonomice. Koncem letošního roku čekáme 10Y EUR swap mírně nad úrovní 2,00 %. V nadcházejících týdnech bude zajímavý summit EU, jenž se bude konat 18. a 19. října, a na němž mají Van Rompuy, Barroso, Juncker a Draghi reportovat detailnější vize integrace v eurozóně v oblasti bankovníctví, fiskální politiky, strukturálních politik a i v oblasti kroků směřujících k těsnější politické unii. Vše výše uvedené by znamenalo realizaci scénáře steepeningu eurové swapové křivky ve smyslu poklesu či alespoň stability kratších swapů a nárůstu swapů na delších splatnostech.

ČR: ČNB na svém zářijovém zasedání snížila své úroky na nová minima a oznámila, že po vyčerpávání úrokového kanálu bude dalším nástrojem její politiky pro případné uvolňování měnových podmínek kurzový kanál, tj. kroky zaměřené na oslabování kurzu koruny.

ČNB na svém zářijovém zasedání snížila svou repo sazbu o 25bp na 0,25 % - v souladu s očekáváním. Zároveň snížila diskontní sazbu o 15bp na 0,10 % a Lombardní sazbu o 75bp na úroveň 0,75 %. Měnově-politické úrokové sazby jsou tak nyní jen těsně nad nulou a ačkoliv je ČNB může dále snížit na nulu (ale nikoliv do záporného teritoria), byl by dopad takového kroku na českou ekonomiku již jen marginální. Bankovní rada by proto v případě potřeby dále uvolnit měnové podmínky použila kurzový kanál – snažila by se oslabit kurz koruny, resp. zabránit koruně v nadměrném posilování. Data z české ekonomiky vyznívají ve směru absence poptávkově-inflačních tlaků v české ekonomice a samotná ČNB vnímá rizika své srpnové prognózy coby vychýlená protiinflačním směrem. Nicméně, nečekáme, že by ČNB svou politiku dále změkčovala, přinejmenším v nejbližší době: čekáme tedy, že měnově-politické nástroje zůstanou na zasedání bankovní rady počátkem listopadu beze změny.

ČNB na svém zářijovém zasedání snížila své úrokové sazby: snížení reposazby o 25bp na 0,25 % bylo očekáváno a nepřekvapilo ani asymetrické snížení ostatních sazeb ČNB, neboť centrální banka možnost takového postupu (tj. jiná změna sazeb než v rozsahu 25bp či jeho násobcích) již dříve avizovala. Sazby byly sníženy poměrem hlasů 5:2, když proti snížení sazeb (a tedy ve prospěch jejich stability) hlasovali E. Zamrazilová (což se čekalo) a P. Řežábek (což bylo spíše překvapivé, neboť se soudilo, že proti snížení sazeb ČNB vystoupí spíše K. Janáček). S tím, jak se úrokové sazby efektivně přiblížily k nule, diskutovala bankovní rada otázku, jaké další nástroje použít v případě potřeby dalšího uvolnění měnových podmínek v české ekonomice (úrokové sazby ČNB sice mohou jít na nulu, ale vzhledem k jejich aktuální úrovni by šlo již jen o malý krok s marginálním dopadem na ekonomiku). Po vyčerpání úrokového kanálu by bankovní rada coby další nástroj uvolňování měnových podmínek použila kurzový kanál, tj. snažila by se zamezit nežádoucímu posilování koruny. Z našeho pohledu nejde o překvapivé rozhodnutí: měnový kurz je jednak velmi důležitým činitelem pro vývoj malé otevřené ekonomiky, což je případ České republiky, a dále ČNB ve své politice zastává spíše konzervativní stanoviska a případné devizové intervence, pokud budou potřeba, jsou pro české centrální bankéře přijatelnější než nekonvenční nástroje typu kvantitativního uvolňování. Zároveň se domníváme, že ČNB nebude s devizovými intervencemi spěchat: centrální banka jednak ví, že aktivity na devizovém trhu nemusí vždy přinést žádané ovoce, anebo že se žádaný výsledek dostaví až se zpožděním. Dále, drží-li se koruna mírně pod úrovní 25,00/EUR, tak není nějak dramaticky silná oproti úrovni 25,28/EUR, kterou pro 4Q 2012 předpokládá srpnová prognóza ČNB. Domníváme se, že ČNB by zasáhla až v situaci, kdy by koruna atakovala úroveň 24,00/EUR. V tomto ohledu ale chceme zdůraznit, že pravděpodobná reakce ČNB nemůže být vztažena jen na samotnou úroveň kurzu koruny: ČNB by vývoj posuzovala na základě širšího spektra faktorů a brala by v úvahu situaci na hlavních exportních destinacích, stejně jako situaci na globálních finančních trzích. Ostatně, samotné prohlášení ČNB ohledně záměru použít kurzový kanál zafungovalo jako verbální intervence a koruna přechodně oslabila až na 25,10/EUR, když v polovině září obchodovala pod úrovní 24,40/EUR.

Data z české ekonomiky působí protiinflačním dojmem. To platí nejen o úrovni a struktuře samotné inflace, ale také o datech z trhu práce a slabé spotřebě domácností, jež je reflektována vývojem maloobchodních tržeb a spotřebitelské důvěry. Minulý měsíc jsme zde zmiňovali silný růst průmyslové výroby za července a vyslovili jsme názor, že červencový růst výroby (4,2 % y/y) byl dán nepravidelnou sezónností (konkrétně načasováním podnikových dovolených) a výsledek za srpen tuto interpretaci podporuje. Jestliže byl totiž červencový výsledek příjemným překvapením, tak výsledek za srpen (pokles -3,1 % y/y) byl slabší, než se čekalo a jakkoliv aktivita v tuzemském průmyslu momentálně skutečně spíše slábne, tak za srpnovým výsledkem je opět třeba hledat nepravidelnou sezónnost, tentokrát tedy její nepříznivý dopad. Ohledně výhledu české ekonomiky obecně čekáme pokles HDP -0,9 % v letošním roce a nárůst v obdobném rozsahu (+0,9 %) v roce 2013. Samotná ČNB vnímá rizika své prognózy coby vychýlená protiinflačním směrem, nicméně další akce ze strany centrální banky není momentálně očekávána, alespoň dle konsensu analytiků. I dle našeho názoru zůstanou úrokové sazby na příštím zasedání ČNB (1. listopadu) beze změny a k devizovým intervencím či jiným krokům s cílem ovlivnit kurz koruny se česká centrální banka zatím také uchylvat nebude.



Od počátku září se korunové úrokové swapy chovaly prakticky stejně jako jejich eurové protějšky: 10Y CZK swap vzrostl o 4bp mírně nad úroveň 1,65 % a 2Y CZK swap klesl o 4bp, mírně nad úroveň 0,80 %. Steepening korunové swapové křivky tak činil 8bp: sklon 10Y/2Y vzrostl ze 76bp na 84bp. Spready oproti eurovým protějškům se tedy nezměnily – 2Y spread CZK-EUR zůstal na úrovni 36bp, zatímco negativní 10Y spread CZK-EUR nakonec zůstal na úrovni -11bp. Koruna ve sledovaném období nakonec jen zcela nepatrně oslabila vůči euru – o 0,2 % na 24,90, nicméně v mezidobí koruna oslabila až nad 25,10/EUR, a to v bezprostřední reakci na tiskovou konferenci ČNB po zářijovém zasedání bankovní rady. Jak jsme zde konstatovali minulý měsíc, prostor pro pokles kratších korunových swapů a růst delší swapů zde existoval, zářijový vývoj proto nebyl překvapivý. Jen minimální změny spreadů mezi korunovými a eurovými swapy lze nejspíše čekat i pro další týdny při faktické stabilitě kratších korunových swapů a mírném růstu delších swapů, kde významným faktorem může být sentiment na globálních finančních trzích a zejména pak vývoj delších úrokových swapů v eurozóně. Co se týče kurzu koruny, podzimní měsíce jsou pro korunu sezónně příznivé – ovšem brzdou pro výraznější posilování koruny může být vize případného zásahu ČNB proti přílišnému posilování koruny. V souhrnu proto očekáváme, že koruna ve 4Q 2012 neposílí výrazněji pod 25,00/EUR, ačkoliv její převažující tendence asi bude obchodovat mírně pod touto úrovní.

Akciové trhy: výstup z klíčových zasedání centrálních bank vedl k redukci rizikových prémie a růstu akcií

Akciové trhy v září pokračovaly v růstu. Globální MSCI World si připsal 2,5 %, když rostly všechny hlavní regiony. Americké akcie posílily o +2,4 % (S&P500 index), západoevropské o 1,0 % a akcie na emerging markets dokonce o 5,8 %. Růst akcií se odehrál v první polovině měsíce v reakci na zasedání ECB (6. září) a svého lokálního vrcholu dosáhly v polovině měsíce (14. září), den po zasedání FEDu. Ve zbytku měsíce akcie korigovaly svoje předchozí prudké růstu a mírně ztrácely.

Akciové trhy na celém světě reagovaly především na oznámené záměry centrálních bank (ECB i FED), respektive rostly již před těmito klíčovými zasedáními tak jak se budovala očekávání na trhu. ECB na svém zasedání na počátku září představila detaily nového programu nákupu státních dluhopisů, čímž maximální měrou naplnila očekávání investorů. V polovině měsíce potom FED rozhodl o poskytnutí dalších stimulů ekonomice, který spočívá v nákupu „mortgage-backed securities (MBS) v objemu 40 mld. USD měsíčně. Tyto nákupy přitom nemají přesně ohraničený časový horizont, respektive FED bude v nákupech pokračovat do té doby, dokud se znatelně nezlepší situace na trhu práce. Mimo toho také přistoupil k prodloužení období nulových úrokových sazeb do poloviny roku 2015. Významný je i posun v podmíněnosti tohoto období, tzn. FED se zavázal držet nulové sazby i přes případné oživení růstu a je přitom ochoten tolerovat i vyšší inflaci, nedejde-li k významnému zlepšení na trhu práce.

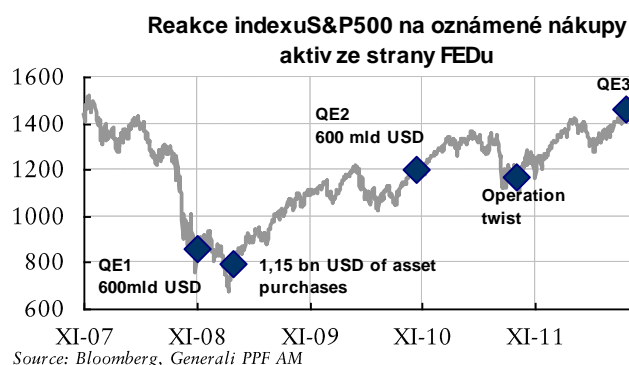
Makroekonomická data v USA byla tentokrát smíšená. Slabá měkká data ze začátku měsíce (pokles ISM na 49,6 ze 49,8 při očekávaném růstu na 50) byla následován slabými daty z trhu práce (počet nově vytvořených pracovních míst mimo zemědělství poklesl srpna na 96 tisíc z červencových 163 tisíc, zatímco trh očekával 130 tisíc). V druhé polovině měsíce pak vyšla slabší „tvrdá“ data. GDP za 2Q byl revidován na +1,3 % z předchozích +1,7 %; objednávky zboží dlouhodobé spotřeby poklesly meziročně o 13,2 % (-1,6 % bez volatilního sektoru dopravy), zatímco se čekalo +5,0 % (resp. +0,2 % bez dopravy), průmyslová produkce poklesla o 1,2 %, zatímco trh čekal stagnaci. Pozitiva jsou tak z oblasti makroekonomických dat dvě: i) zlepšení slabých dat na konci měsíce (např. růst spotřebitelské důvěry), které může indikovat budoucí zlepšení v reálné ekonomice; ii) silná data z nemovitostního sektoru, která ukazují na pokračující oživení v tomto sektoru.

Emerging markets dosáhly v září výrazně lepší výkonnosti než rozvinuté trhy. V rámci jednotlivých regionů nejvíce posílila Asie (+7,1 %), následovaná regionem EMEA (+4,6 %) a Latinskou Amerikou (+3,8 %). Výkonnost EM indexů kotovaných v USD byla tentokrát podpořena i poměrně výrazným posílením lokálních měn (např. indická rupie posílila v září o 4,8 % a ruský rubl o 3,6 %).

Oznámené akce centrálních bank vedly k výrazné redukci systémových rizik a poklesu rizikových prémie (růst cen akcií byl doprovázený růstem bezrizikových sazeb při současné redukci očekávaného růstu zisků). Historická zkušenost ukazuje, že oznámení nákupu aktiv ze strany centrálních bank vedlo v drtivé většině k nárůstu akciových trhů a pozitivní efekt těchto opatření vydržel po dobu několika měsíců. Tento efekt je ovšem aktuálně zmírněn několika fakty: i) evropská dluhová krize není ani zdaleka vyřešena a může kdykoli opět eskalovat; ii) akciové trhy nejsou již tak extrémně levné jako při předcházejících QE (aktuální P/E=14,6x zatímco průměrné P/E při předchozích QE byl 13,0x); iii) akciové trhy rostly poměrně výrazně již před faktickým zveřejněním nákupu aktiv s tím, jak se na trhu postupně budovala očekávání, tzn. velká část pozitivního efektu již je pravděpodobně zahrnuta v cenách aktiv.



Zdroj: Bloomberg, GPPF AM



Source: Bloomberg, Generali PPF AM

Kreditní trhy: Rozhodnutí ECB výrazně snížilo systémové riziko, pozornost investorů se nyní obrátí na data

Na začátku září překvapila ECB trhy svým silným závazkem k neomezenému odkupu dluhopisů zemí periferie. Tento krok, který významně snižuje riziko negativních scénářů v eurozóně, by měl kreditní investory vést k opětovnému nárůstu zájmu o dění v reálné ekonomice. Polovina měsíce pak přinesla zavedení třetího kola QE americkým Fedem, které by mělo mít za cíl oživení trhu práce. Ve druhé polovině měsíce však nejistota spojená s vývojem ve Španělsku vedla ke korekci na trzích.

Spread hlavního evropského kreditního indexu se v září utáhl o 10 bp, kdy za pohybem směrem dolů stály financials (-29bp). Nejlepší výkon vykázal sektor pojišťoven (-36bp) následovaný bankami (-31bp). U non-financials naopak došlo k roztažení spreadů (+4bp), kdy nejvíce underperfovali výrobci automobilů (+22bp) a zdravotnický a potravinářský sektor (+14bp). Total return hl. indexu činil v září +0,7% (financials +1,5%, non-financials 0,0%). Z hlediska maturit pak lépe performovaly dluhopisy s delší splatností.

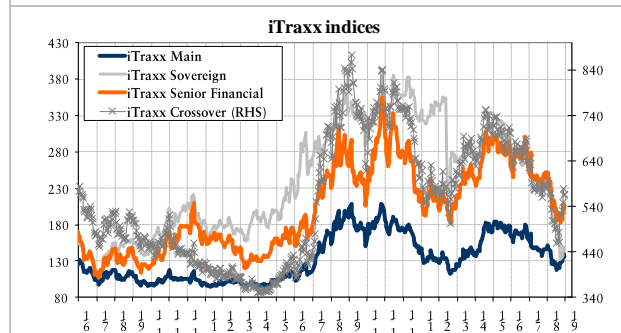
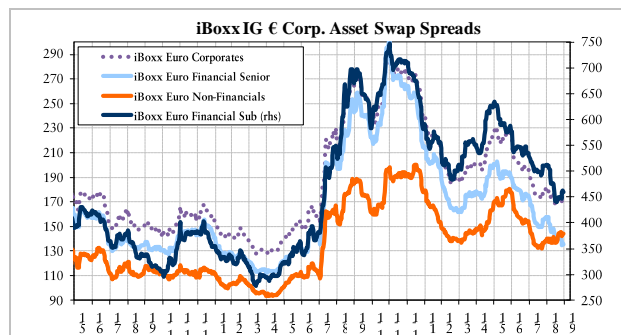
Hlavní iTraxx index se vyvíjel v souladu s cashovými trhy, kdy utáhl spread o 13bp. Subindex senior financial zaznamenal opět lepší výkonnost, kdy poklesl o 45bp. iTraxx crossover se v září utáhl o 24bp.

Nové úpisy a poptávka po kreditu

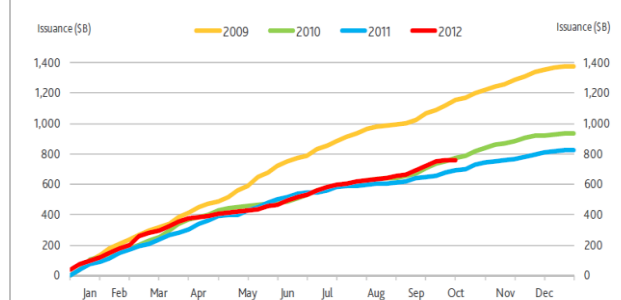
Po silném prvním kvartálu a následném útlumu došlo v září k opětovnému nárůstu počtu nových emisí. Nízké úrovně spreadů přiměly k emisím rovněž řadu společností z periferie eurozóny, které častokrát vydávaly nové dluhopisy poprvé po několika měsících. Dluhopisové fondy zaznamenaly přítoky ve všech zářijových týdnech, kdy investoři umisťovali peníze mezi jednotlivé druhy fondů rovnoměrně.

Krátkodobý výhled

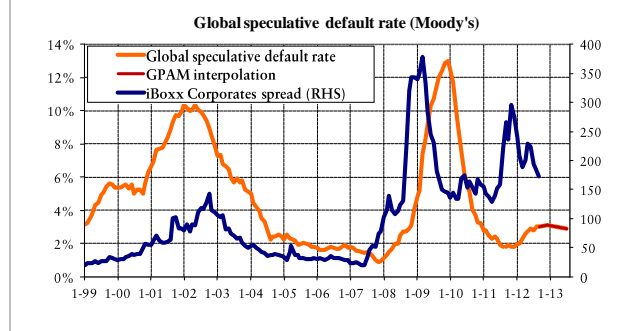
Poté, co v průběhu září výrazně kleslo systémové riziko spojené s vývojem na periférii eurozóny, se v říjnu pozornost investorů upře k ekonomickým datům. Jelikož se spready dostaly na nejnižší úroveň v tomto roce, je další pokračování rally spojené s poklesem rizikových prémie mnohem méně pravděpodobná. Domníváme se, že ačkoli bude utahování na spreadech pokračovat i nadále, pro kreditní investory bude mnohem důležitější sledovat vývoj jednotlivých sektorů.



Emisní aktivita, korporátní dluhopisy denominované v EUR



Zdroj: Moody's



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 „Vydání“) poskytované formou různých textů odrážejí názory autora daného textu a jsou poplatné času jejich vytvoření. Vydání 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. Vydání 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. Vydání 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. Vydání nezohledňují konkrétní a jedinečnou situaci adresáta Vydání. 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 Vydáními. 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 Vydáními s nimi souvisejícími.

Osoby, do jejichž dispozice se dostanou texty s Vydáními, 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.