



ČP INVEST investiční společnost, a.s.

LEDEN 2011

## Analýza vývoje ekonomik a finančních trhů

10.1. 2011	AUTOŘI	Radomír Jáč Jiří Heřman Ondřej Koňák Miroslav Kuběnka
		(+420) 224 174 508 (+420) 224 174 505 (+420) 224 174 516 (+420) 224 174 518
		jac@generalippf.eu herman@generalippf.eu konak@generalippf.eu kubenka@generalippf.eu
		www.generalippf.eu

## Vývoj finančních trhů v prosinci 2010 a výhled na další měsíce

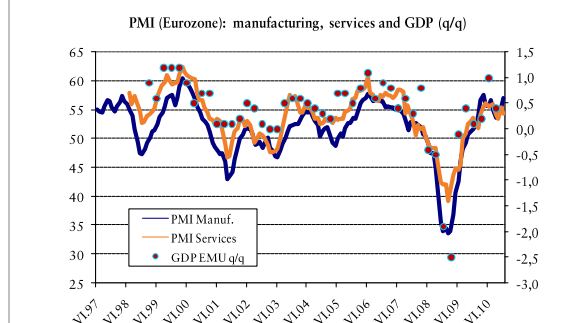
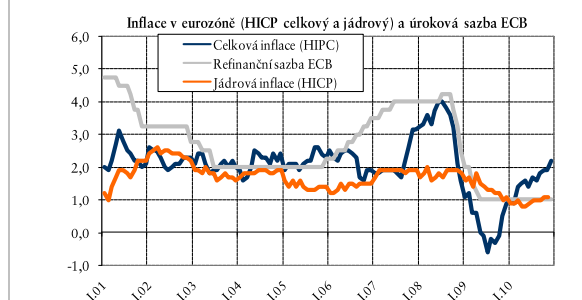
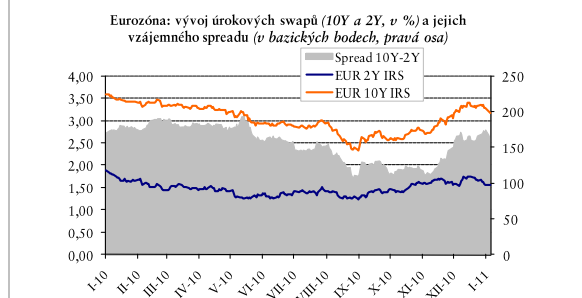
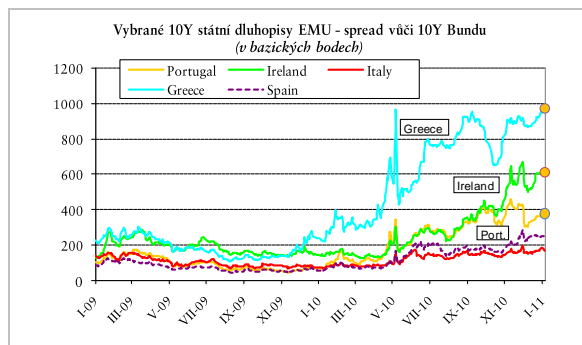
Situace v ekonomikách a na dluhopisových trzích v eurozóně a ČR: inflace míří nad cíle centrálních bank, dopady dluhové krize ale brzdí jejich reakci

Závěr roku 2010 byl ve znamení dalšího růstu rizikových prémie na periferii eurozóny, což bylo dáno kombinací jak obav ohledně dalšího vývoje, tak zklamání z výsledku Summitu EU, jenž se konal v polovině prosince. Eurové úrokové swapy se koncem roku vydaly k poklesu, což vnímáme hlavně coby korekci výrazného nárůstu úrovně swapů, pozorovaného od konce srpna. Makrodata indikují velmi dobrou situaci v průmyslu, pokračující růst korporátních úvěrů a také nárůst inflace v eurozóně nad 2,0 %. ECB sice v dohledné době svou politiku nezpřísní, nicméně na trhu se mohou generovat tlaky směrem k růstu kratších (bezrizikových) výnosů.

Jakkoliv byla aktivita na finančních trzích v závěru roku tradičně slabší, tak se objevilo několik faktorů, jež měly na chování investorů vliv. Předně, na trzích trvá obava ohledně dalšího vývoje dluhové krize v eurozóně. Jak jsme zde již konstatovali minulý měsíc, na trhu panuje přesvědčení, že v dohledné době bude muset o záchranu požádat Portugalsko a otázkou je, zda se zde nákaza zastaví. Dále: EU na svém prosincovém Summitu došla k dohodě o vytvoření permanentního mechanismu k řešení budoucích finančních krizí (European Stability Mechanism – ESM, jenž má začít fungovat od poloviny roku 2013, kdy nahradí stávající EFSF-facilitu), na Summitu ale nebylo diskutováno ani navýšení EFSF-facility ze stávajících nominálních 440 mld. EUR (či zpružnění jejího využití), ani myšlenka emitování společných E-bondů. Vše výše uvedené vedlo v závěru roku k dalšímu růstu výnosových spreadů vládních dluhopisů periferie EMU vůči německým Bundům – hl. v případě Řecka, následovaného Irskem a Portugalskem. I nadále se domníváme, že pro zklidnění trhu jsou nezbytná opatření v podobě vyšších nákupů vládních dluhopisů do portfolia ECB, navýšení objemu EFSF (neboť tato facilitu by se vyčerpala, požádá-li o pomoc i Španělsko), a výhledově též projekt E-bondu (viz diskuse na tomto místě v materiálu z minulého měsíce). Připomínáme, že navýšení objemu EFSF, o projektu E-bondu nemluvě, by implikovalo vyšší fiskální zátěž Německa coby největší ekonomiky a hlavního zdroje financí pro EMU, což by střednědobě vytvářelo tlak k růstu výnosů německých vládních dluhopisů.

Průzkumy podnikatelského sentimentu (PMI atp.) indikují zrychlení růstu aktivity ve zpracovatelském průmyslu eurozóny. Dle PMI se zrychluje růst nových objednávek včetně exportních a pozitivní zjištění je, že v závěru roku se zlepšení situace rozšířilo i za hranice jádra eurozóny (Německo, Francie), tj. i do většiny ostatních ekonomik. Solidně si na úrovni EMU vede i sentiment ve službách, nicméně zde je na národní úrovni patrná citelná diference mezi

Německem a Francií na jedné straně (silný růst) a periferií eurozóny na straně druhé, kde aktivita ve službách naráží na slabší domácí poptávku v důsledku fiskálních úspor. Pro orientaci ohledně makro výhledu na rok 2011 znovu přikládáme čerstvou predikci ECB.



ECB - Quarterly Macro Forecast (Dec. 2010 vs. Sept. 2010)				
	2009 (act)	2010 (new / old)	2011 (new/old)	2012 (new)
HICP (Total)	0,3	1,6 (1,6)	1,8 (1,7)	1,5
GDP TOTAL	-4,1	1,7 (1,6)	1,4 (1,4)	1,7
C	-1,1	0,7 (0,2)	0,9 (0,7)	1,4
G	2,4	0,9 (0,8)	-0,1 (0,5)	0,3
GFCC	-11,3	-1,0 (-1,5)	1,3 (0,7)	2,7
X	-13,1	10,8 (8,7)	6,2 (6,1)	5,6
M	-11,8	9,0 (7,0)	5,1 (4,7)	5,2

C ~ household consumption; G ~ government consumption;

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

Z makrodat stojí dále za zmínku bleskový odhad inflace v eurozóně (HICP) za prosinec. Ta vzrostla nečekaně silně, z 1,9 na 2,2 % y/y, a ačkoliv lze na základě dílčích dat z Německa předpokládat, že růst inflace byl v prosinci tažen cenami potravin, pohonných hmot a energií pro domácnosti (tedy nikoliv jádrovými položkami, jež by signalizovaly růst poptávkově-inflačních tlaků), tak pro ECB to není radostné zjištění: inflace se dostala nad inflační cíl, jenž je stanoven „mírně pod 2,0 %“ a dle našich odhadů zůstane celková inflace v eurozóně mírně nad 2,0 % i po celou 1H 2011. Vzhledem k problematické situaci řady ekonomik periferie eurozóny a jejich bankovních sektorů ECB v nejbližší době svou politiku dle všeho nezpřísní, nicméně vývoj inflace a dle našeho názoru i postupný pokles přebytečných rezerv držných bankami mohou v 1Q 2011 vést k tlaku na růst bezrizikových výnosů (úrokových swapů) na kratších splatnostech.

Vývoj eurových úrokových swapů byl průběhu prosince a počátkem ledna poměrně volatilní. Obecně: první polovina prosince se vyznačovala růstem výnosů na delších i kratších splatnostech, ve druhé polovině prosince a počátkem ledna pak delší výnosy začaly klesat při mírném flatteningu výnosové křivky (dle našeho názoru šlo především o částečnou korekci předchozího výrazného bear steepeningu, pozorovaného od konce srpna: 10Y EUR swap vzrostl od posledního srpnového dne do poloviny prosince o více než 100bp a sklon křivky vysteepeoval z oblasti 110bp až do oblasti okolo 170bp). Kratší výnosy se po poklesu pozorovaném ve druhé polovině prosince stabilizovaly a počátkem ledna začaly mírně růst. V porovnání s počátkem prosince je 2Y EUR swap celkově nižší jen o 1bp, v oblasti mírně nad 1,55 %; 10Y EUR swap klesl též o 1bp a nachází se mírně nad úrovní 3,15 %. Sklon křivky (spread 10Y/2Y) se tedy nakonec vrátil na svou výchozí úroveň z počátku prosince, tj. na 160bp: pro 1Q 2011 jej nyní očekáváme převážně v pásmu 130 až 170bp s tím, že pro nejbližší týdny předpokládáme další mírný pokles bezrizikových úrokových swapů na delších splatnostech či alespoň jejich stabilizaci, zatímco výnosy na kratších splatnostech by měly mít tendenci k mírnému růstu.

ČR: Rizika vůči prognóze ČNB vnímáme na pro-inflační straně, úrokové sazby ale dle našeho názoru zůstanou v prvním čtvrtletí stabilní. Česká ekonomika i nadále profituje ze solidního růstu ve svých hlavních exportních destinacích, o čemž svědčí data o exportech a průmyslových objednávkách za říjen a listopad, stejně jako vývoj indikátorů podnikatelského sentimentu ve 4Q 2010, jež naznačují, že pozitivní vývoj v průmyslu a exportech bude pokračovat i v prvních měsících nového roku. Inflace se dle našeho názoru bude v 1H 2011 pohybovat po většinu času nad dvouprocentním cílem ČNB, ta však nebude chtít uspěchat zpřísnění měnové politiky a v 1Q 2011 ponechá své sazby na rekordně nízké úrovni 0,75 %. Nicméně: sdílíme názor, že kombinace vyšší než očekávané inflace a lepšího výkonu české ekonomiky dotlačí ČNB k tomu, aby ve 2Q 2011 překročila ke zvýšení svých úrokových sazeb a zahájila tak cyklus postupného zpřísnění své měnové politiky.

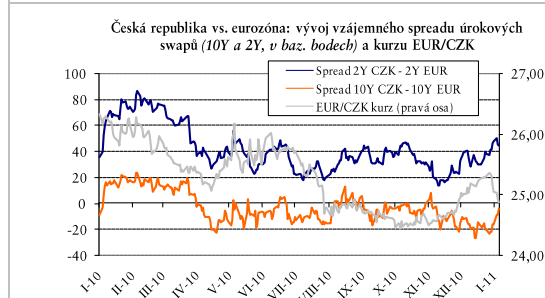
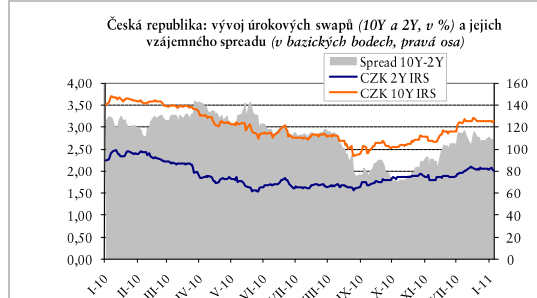
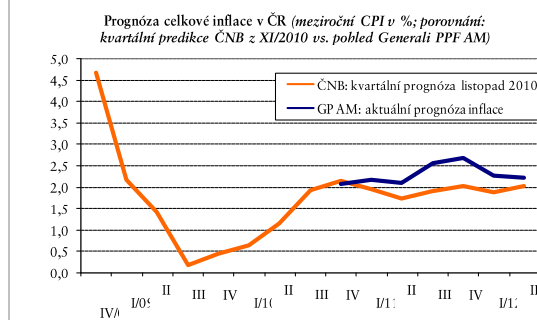
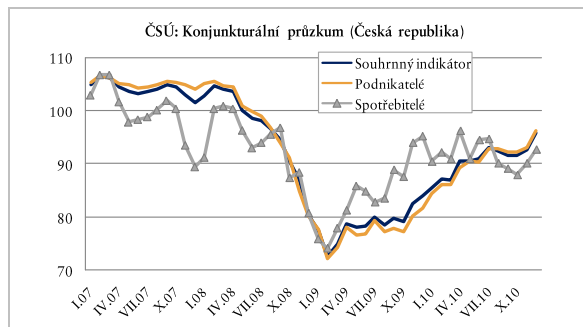
ČNB na svém prosincovém zasedání ponechala v souladu se všeobecným očekáváním své úrokové sazby beze změny, tj. dvoutýdenní repo sazba zůstává na svém historickém minimu 0,75 %, když pro zvýšení úroků o 25bp hlasovala opět pouze E. Zamrazilová. Bankovní rada ve své většině i nadále vnímá rizika inflační prognózy jako vyrovnaná a ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni je pak adekvátní reakcí. Zdůrazněny byly přetrvávající nejistoty v řadě oblastí, především pak v souvislosti s pokračující dluhovou krizí v eurozóně. Zároveň je ale zřejmé, že část bankovní rady vnímá stávající prognózu růst HDP České republiky na letošní rok (2011) na úrovni 1,2 % jako příliš pesimistickou, což bylo konstatováno již na listopadovém zasedání bankovní rady, tedy bezprostředně po prezentaci kvartální makroprognózy ČNB. Jako protiargument ale na prosincovém zasedání zaznělo, že jakkoliv je nejistota ohledně vývoje HDP vysoká, tak v české ekonomice jsou volné kapacity a ekonomika i nadále operuje výrazně pod svým potenciálem a inflační tlaky jsou tak velmi utlumené. Nicméně, ze zápisu z prosincového jednání je zřejmé, že v bankovní radě nepanuje na toto téma jednotný názor vzhledem k nejistotám ohledně toho, nakolik lze z předkrizových úrovní mezery výstupu, kdy ekonomika mohla naopak čelit přehřívání, činit relevantní závěry, nakolik je česká ekonomika vzdálena svému rovnovážnému stavu ve smyslu potenciálního produktu. Mezera výstupu tak může být ve skutečnosti blíže pro-inflačnímu teritoriu, než co předpokládá stávající prognóza ČNB, což spolu se slabším kurzem koruny ve 4Q 2010 a rostoucími světovými cenami komodit může vůči listopadové prognóze ČNB představovat rizika ve směru vyšší inflace. Nicméně, celkově lze předpokládat, že ČNB ponechá své úroky stabilní i v 1Q 2011, tedy na zasedáních počátkem února (3/2) a koncem března (24/3). Přesto, únorové zasedání bankovní rady bude zajímavé, neboť ČNB zveřejní svou novou kvartální prognózu vývoje inflace, HDP, kurzu koruny a tržních úrokových sazeb (3M PRIBOR).

Jak jsme na tomto místě podrobněji diskutovali minulý měsíc, za celý rok 2010 odhadujeme růst HDP ČR na úrovni 2,3 %, pro rok 2011 pak čekáme růst v oblasti 2,0 %. Připomínáme, že odhad ČNB činí 2,3% pro letošní rok, ale jen 1,2% pro rok 2011 – kvůli negativním dopadům fiskální restrikce, slabšího růstu světové ekonomiky a vyprcháání investičního efektu solárního boomu. Za samotný 4Q 2010 jsou zatím k dispozici zejm. data z průmyslu a zahraničního obchodu, jež přinesla pozitivní překvapení a potvrzují, že česká ekonomika i nadále (a výrazněji, než se pro 4Q 2010 předpokládalo) profituje z příznivého vývoje v hlavních exportních destinacích. Příznivý vývoj by měl pokračovat i v dalších měsících, alespoň soudě dle průzkumů podnikatelského sentimentu jak v ČR, tak v eurozóně.

Co se týče inflace, tak poté, co se inflace v říjnu a listopadu dostala na 2,0 %, tedy na úroveň cíle ČNB, v prosinci vzrostla dále nad tuto úroveň, konkrétně na 2,3 % (a průměrná míra inflace za celý rok 2010 dosáhla 1,5 %). Mírně nad 2,0 % by inflace měla setrvat po většinu měsíců roku 2011. Náš odhad průměrné inflace činí 2,4 % pro rok 2011 a 2,2 % pro rok 2012, zatímco ČNB predikuje 1,9 % pro rok 2011 a 2,0 % pro rok 2012. Jakkoliv je česká inflace tažena nahoru především cenami potravin, energií pro domácnosti a pohonných hmot, zatímco poptávkově-inflační tlaky zůstávají utlumené, tak skutečnost, že inflační cíl může být přestřelen v obou uvedených letech (byť mírně), by se měla stát pro většinu bankovní rady znepokojující, a to zejména v situaci, kdy jsou měnově-politický úrokové sazby drženy na rekordně nízkých úrovních, odpovídajících krizovým situacím. Pokud data za 1Q 2011 potvrdí, že stávající prognóza růstu české ekonomiky z dílny ČNB pro rok 2011 je příliš pesimistická (předpokládáme, že toto data z české ekonomiky skutečně prokážou), tak by se měl naplnit scénář, v němž ČNB překročí k prvnímu zpřísnění své politiky v podobě zvýšení úroků o 25bp ve 2Q 2011.

Koruna v průběhu prosince nejprve oslabila z oblasti 25,00 až nad úroveň 25,35/EUR, koncem roku se ale směr začal obracet a počátkem ledna posílila až pod úroveň 24,60. Posílení koruny bylo podpořeno sentimentem na celý středoevropský region a vývoj v prvních lednových dnech zatím odpovídá našemu předpokladu, že se v novém roce koruna vrátí k posilujícímu trendu,

čemuž by měl pomoci jak nárůst přebytku zahraničního obchodu, tak příznivý fiskální vývoj. Od počátku prosince 10Y CZK swap vzrostl téměř o 10bp nad úroveň 3,10 %; 2Y CZK swap vzrostl také téměř o 10bp do oblasti 2,00 %; sklon korunové swapové křivky (10Y/2Y spread) tak nakonec zůstal prakticky beze změny, v oblasti 110bp. Vůči eurovým protějškům vzrostl spread u obou splatností o cca 10bp: 10Y CZK swapu činí spread vůči eurovému protějšku aktuálně zhruba -5bp, u 2Y CZK swapu je spread na úrovni +45bp. Výhled pro nejbližší týdny a obecně pro 1Q 2011 nicméně čelí protichůdným faktorům: na jedné straně v uplynulých dnech poměrně prudce posílila koruna, což by mělo tlačit přinejmenším kratší korunové výnosy k poklesu. Na druhou stranu ale předpokládáme, že inflace bude v 1Q 2011 nad úrovní 2,0 %, což může vést ČNB k přitvrzení rétoriky. U delších výnosů bude důležitý vnitropolitický vývoj, tj. zda česká vládní koalice udrží jednotu potřebnou k udržení reformního kurzu, a také vývoj v eurozóně: opětovný růst rizikových premií na periferii eurozóny může mít vliv i na středoevropský region, a byť se Česká republika může oprávněně jevit jako bezpečný přístav, tak při vyostření situace na periferii eurozóny lze čekat spíše mírné roztažení spreadů 10Y CZK swapů vůči eurovým protějškům.



## Akciové trhy - růst v závěru roku

Globální akciové trhy v prosinci vzrostly (MSCI World) o 7,2 % a vylepšily tak svoji výkonnost za celý rok 2010 na 9,6 %.

Z hlediska hlavních regionů se v prosinci nejvíce dařilo akciím na emerging markets (+7,0 %), zatímco západoevropské akcie opět relativně zaostávaly (+5,5 %). Výkonnost za celý rok 2010 je následující: global emerging markets +16,4 %, S&P500 +12,8 %, DJEuroStoxx600 -0,1 %.

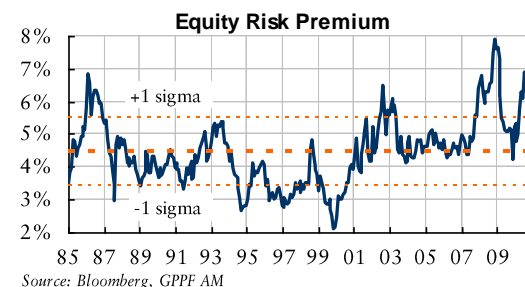
Akciové trhy byly podpořeny především sérií lepších makroekonomických dat v USA, když pozitivně překvapily především maloobchodní prodeje, žádosti o podporu v nezaměstnanosti a údaje o inflaci. Také další indikátory ekonomické aktivity zaznamenaly zlepšení (asijské exporty, globální PMI). Momentum globální ekonomiky v závěru roku 2010 tedy zrychlilo a to se samozřejmě projevilo i na finančních trzích: rizikové prémie klesaly a ceny rizikových aktiv rostly (akcie, komodity), zatímco bezriziková aktiva ztrácela na atraktivitu a jejich ceny klesaly (nárůst US 10Y yieldů o 50bp – největší měsíční nárůst od prosince 2009).

Americké akcie (S&P500) v prosinci vzrostly o 6,5 % a na rozdíl od zpráv z makrosféry byl závěrečný měsíc loňského roku poměrně skoupý na korporátní zprávy. Za zmínku tak stojí snad jen oznámení zástupců americké vlády o záměru zkonvertovat svoje preferenční akcie v AIG na kmenové akcie, následně je odprodat soukromým investorům a zbavit se tak svého podílu ve společnosti. Akcie AIG tak jen za prosinec posílily o téměř 40 %.

V rámci emerging markets posílily v prosinci nejvíce akcie v regionu EMEA (+8,4 %), následované Asií (+6,2 %) a Latinskou Amerikou (+6,0 %). I přes relativní underperformanci v prosinci přinesly asijské akcie nejvyšší výnos za celý rok 2010 (16,6 % vs. 15,8 % akcie v EMEA a 12,1 % v LatAm). V rámci Asie ovšem tentokrát nebyly tahounem čínské akcie, které v roce 2010 poklesly o necelé jedno procento (lokální A-shares reprezentované indexem CSI 300). Faktory, které negativně ovlivňovaly čínské akcie, byly především spekulace o nutnosti utahování měnové a fiskální politiky vzhledem k možnému přehřívání čínské ekonomiky. Čína je tak názorným příkladem divergence ekonomického cyklu mezi rozvinutými a rozvíjejícími se ekonomikami. Zatímco v rozvinutých ekonomikách jsou inflační tlaky velmi malé, což umožňuje držet úrokové sazby nízké, u rozvíjejících se ekonomik se inflační rizika začínají naplno projevovat a nutí tak centrální autority postupně utahovat měnovou a fiskální politiku.

V rámci střední a východní Evropy v prosinci nejlépe performovaly české akcie (PX index +10,6 %), zatímco akcie v Polsku a Maďarsku relativně zaostávaly (+5,3 % resp. +3,3 %). Polské akcie byly v prosinci negativně ovlivněny především oznámením reformy polského penzijního systému, která v konečné fázi povede k poklesu přítoků nových peněz do penzijních fondů a klesne tak poptávka PF po akciích.

Výhled akciových trhů na rok 2011 je podle nás stále pozitivní a očekáváme pokračování růstového trendu započatého na jaře 2009. Valuace akcií jsou stále relativně nízké, přičemž zisky mají před sebou poměrně solidní růst (16 % pro rok 2011). Situace firem je dobrá a objem hotovosti na jejich bilancích dosahuje rekordních úrovní. Ačkoli se očekává mírný růst úroků, jedná se spíše o normalizaci úroků z nulových úrovní, tj. z historického hlediska jde stále o nízké úrovně, příznivé pro společnosti. Americká ekonomika poroste v roce 2011 o cca 3 % a globální ekonomika tempem ještě vyšším. Ekonomické podmínky se normalizují a pravděpodobnost extrémních scénářů se postupně snižuje, což vede k poklesu rizikových premií, které jsou však stále relativně vysoko (viz obr. vpravo).



## Kreditní trhy: High-yield přinesl v roce 2010 podobné zhodnocení jako akcie

V první polovině prosince eurový kredit ztrácel v důsledku růstu bezrizikových sazeb, v závěrečných dnech však došlo k příznivé korekci – širší benchmark iBovx Corporates vykázal za uplynulý měsíc *total return* na úrovni -0,2%, kladně pak performovaly segmenty podřízených financials (+0,3%), segment “BBB” stupně (0,5%) a high-yield (+2,2%). Relativně rizikovější investiční aktiva (akcie, komodity) vykázaly vyšší zhodnocení, a to jak z pohledu závěrečného měsíce, tak uplynulého roku (s akciemi držel krok pouze HY, jehož celkový roční výnos činil +14%).

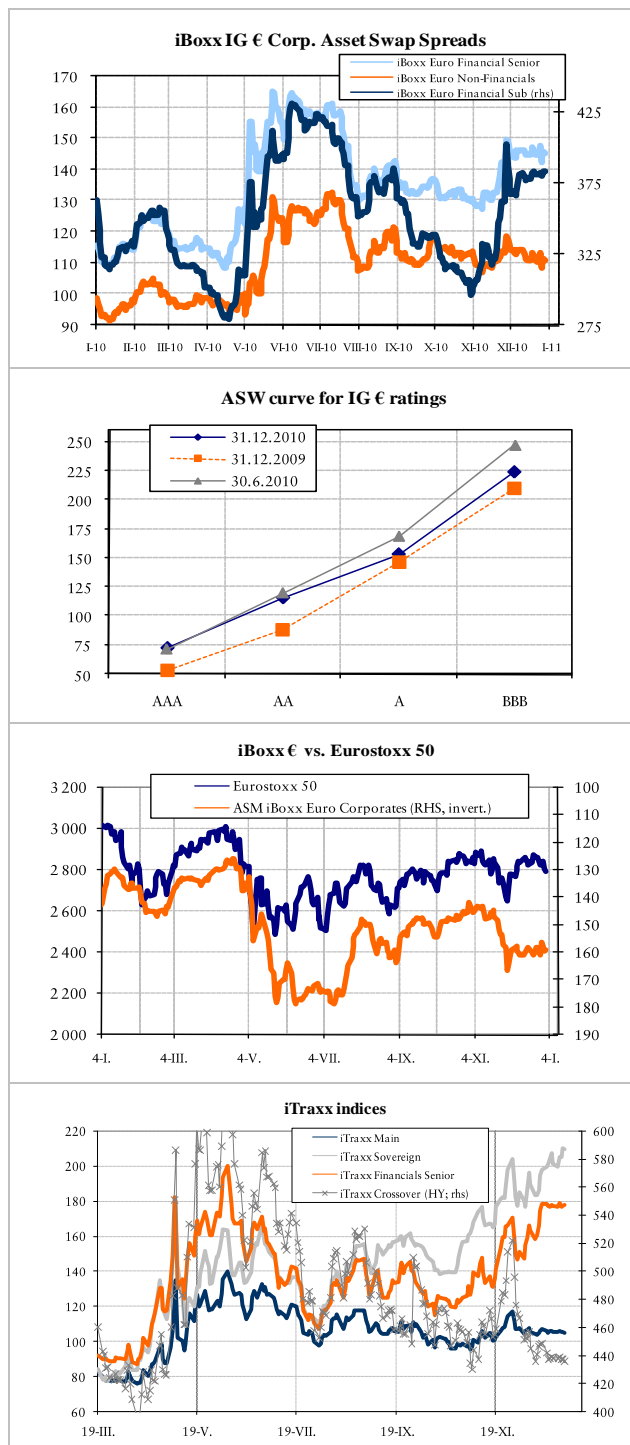
Pozornost širšího trhu si v prosinci vyžádalo schválení dočasného zákona o bankách v Irsku, který by měl umožnit irskému ministru financí zasahovat do rozhodování o prodeji aktiv a haircutech na podřízených dluhopisech bank, které využily státní pomoc. Další důležitou zprávou, kterou trh přijal spíše negativně, bylo schválení zákona o restrukturalizaci bank v Německu. Podle tohoto zákona bude německý regulátor oprávněn rozhodovat o haircutech na podřízených i nepodřízených papírech bank, jejichž existence je v ohrožení a jejichž pád by mohl představovat problém pro fungování bankovního systému. Agentura Moody's na tuto informaci reagovala umístěním 246 podřízených titulů 24 německých bank do režimu negativního sledování.

## Likvidita trhu

Aktivita na evropských primárních trzích byla v prosinci velmi nízká, zaujmout mohly emise USD nefinančního HY. Co se týče výhledu pro rok 2011, analytici investičních bank zůstávají optimističtí zejména vůči EM a high-yield třídám (např. Bank of America očekává, že globální úpis v oblasti HY dosáhnou přibližně 300 mld. USD).

## Krátkodobý výhled

V následujících dnech mohou o směru korporátních spreadů rozhodovat evropská a americká makrodata, v druhé polovině ledna pak výsledková sezóna. Podle našeho názoru nepřekvapí pohyb defaultní míry, pozornost se bude nadále upírat k fiskální situaci v Evropě.



# KONTAKTY

Jáč Radomír	Chief Analyst Macroeconomic Analyst	(+420) 224 174 508	jac@generalippf.eu
Heřman Jiří	Credit Risk Analyst	(+420) 224 174 505	herman@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.*