



ČP INVEST investiční společnost, a.s.

DUBEN 2011

Analýza vývoje ekonomik a finančních trhů

8.4. 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

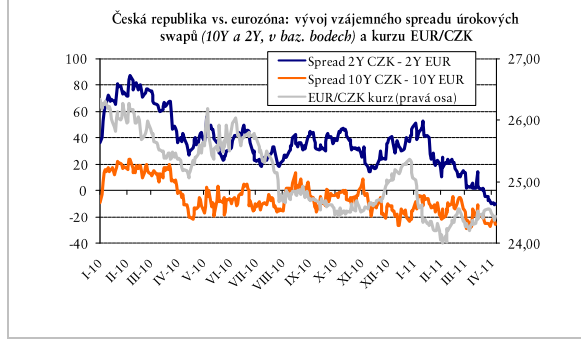
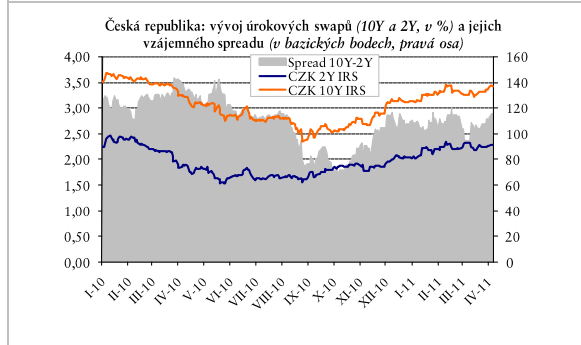
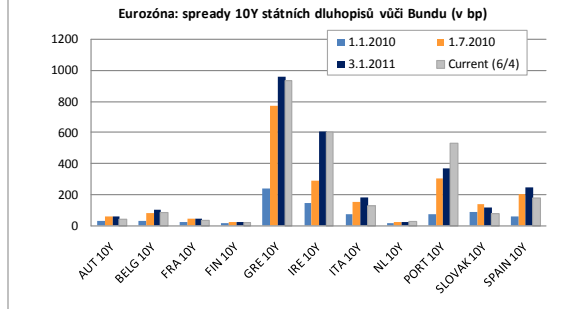
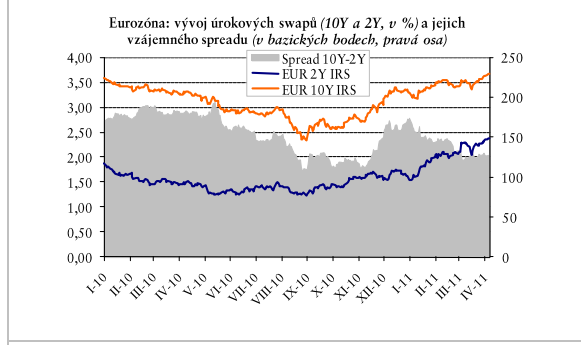
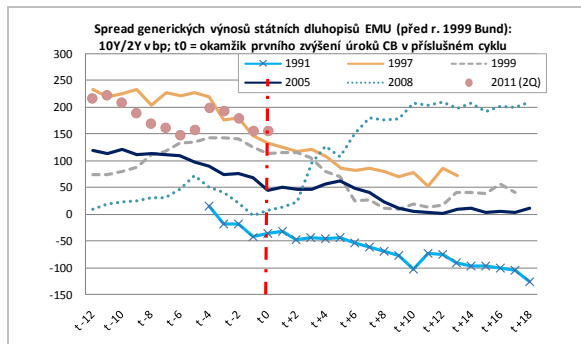
Vývoj finančních trhů v březnu 2011 a výhled na další měsíce

Eurozóna: ECB zvýšila úrokové sazby o 25bp; Portugalsko přichází se žádostí o finanční pomoc

V souladu s velmi jasným signálem vyslaným na březnové tiskové konferenci ECB na svém dubnovém zasedání zvýšila úroky o 25bp. Vyznění statementu indikuje pravděpodobnost dalšího zvýšení sazeb již v červnu či ve 3Q 2011. Další důležitou událostí byly jednak formální a neformální summity zemí EU a EMU, a oznámení Portugalska, že i ono se obrátí na EU (a IMF) s žádostí o finanční pomoc. Eurové výnosy (swapy) vzrostly o cca 30bp při mírném flatteningu, reakce na samotné zvýšení úroků ECB ale byla fakticky nulová.

Březnový neformální summit EMU v 1. polovině měsíce přinesl pozitivní náladu díky příslibům efektivního navýšení EFSF-facility na 440 mld. EUR a perspektivního snížení úroků z úvěrů EFSF (aby úroveň úroků realisticky reflektovala schopnost zadlužených zemí tyto úvěry splácet); dále bylo dohodnuto, že EFSF bude moci (ve výjimečných případech a v kontextu schváleného záchranného programu pro příslušnou zemi) nakupovat vládní dluhopisy na primárním trhu. Vzhledem k neochotě Irsku (jež je zatím jedinou zemí čerpající z EFSF) zvýšit velmi nízkou sazbu korporátní daně ale zatím úroky úvěrů od EFSF sníženy nebyly. Naopak, neformální summit EMU dohodl snížení úroků na úvěry Řecku (jež nijak nesouvisí s EFSF, neboť jsou součástí samostatného balíčku dohodnutého se státy EMU a s IMF) o 100bp a prodloužení splatnosti úvěrů na 7,5 roku. Na straně ESM (tj. stálého mechanismu, jenž v polovině roku 2013 přijde namísto EFSF) žádné reálné novinky nepřišly. Samotný oficiální summit EU na konci března pak již fakticky nic nového neschválil – nedořešené tak zůstává i efektivní navýšení EFSF-facility (významnou roli zde sehrála neochota Finska v reflexi jeho vnitropolitické situace); oficiální summit EU tak zůstal ve stínu neoficiálního setkání leaderů eurozóny.

Na periferii eurozóny dále eskaloval tlak na růst výnosů a rizikové prémie Portugalska, což demonstruje vpravo přiložený sloupcový graf. Situace se stala neudržitelnou s tím, jak v dubnu a červnu bude Portugalsko čelit potřebě splácet větší objemy maturujících státních dluhopisů, a portugalská vláda podala demisi poté, co se jí v parlamentu nepodařilo prosadit další úsporná opatření. Počátkem dubna (fakticky ve dnech, kdy píšeme tuto analýzu) Portugalsko přišlo se žádostí o finanční pomoc (od EU a IMF): objem je odhadován na 80 až 85 mld. EUR, velikost a podmínky úvěru ale budou teprve dohodnuty. Dlužno podotknout, že Portugalsko bylo zcela jasně vnímáno coby další kandidát na finanční pomoc po Irsku již od loňského listopadu. Žádost Portugalska o pomoc byla vnímána jen coby otázka času.



Otázkou je, zda se bude krize šířit dál. Zmiňováno je Španělsko, což by již bylo (vzhledem k velikosti španělské ekonomiky) nebezpečné. Sloupcový graf na předešlé stránce ovšem ukazuje pokles rizikových spreadů španělských vládních dluhopisů, jež jsou navíc mnohem nižší než v případě Portugalska (o Irsku a Řecku nemluvě). Španělsko těží z rozpočtových úspor a strukturálních reforem, jež vláda zavedla v loňském roce a jež by letos měly dále pokračovat. Výnosy a riziková prémie ale výrazně klesly také v Irsku, kde trh ocenil výsledky nových stress testů bank, jež byly zveřejněny koncem března.

Makrodata z eurozóny indikují i nadále velmi silný podnikatelský sentiment (další zlepšení ve službách a mírný pokles sentimentu v případě průmyslu – ovšem z extrémně silných úrovní na úrovně stále velmi silné) a nadále rostoucí inflační tlaky. Ty jsou patrné jak z průzkumů podnikatelského sentimentu (PMI), tak z oficiálních dat o inflaci: ta dle předběžných údajů v eurozóně v březnu vzrostla z 2,4 na 2,6 % y/y, tažena především cenami ropy a jejich dopadem na energie pro domácnost. Aktuální vývoj cen ropy dále zvyšuje inflační rizika pro nejbližší měsíce (2Q 2011).

ECB „dodržela“ svůj velmi jasný vzkaz z březnové tiskové konference a na svém dubnovém zasedání zvýšila všechny své sazby o 25bp (refinanční sazbu z 1,00 na 1,25 %). Z oficiálního statementu nyní vypadl výraz „vigilance“, což jinými slovy znamená, že na dalším zasedání v květnu ECB zamýšlí ponechat své úroky beze změny. Použitý výraz („monitoring very closely“) v cyklu zvyšování úroků v letech 2005-2007 indikoval další zvýšení úroků s dvou až tříměsíčním odstupem, teoreticky tedy na červnovém zasedání anebo v červenci. Především je ale třeba předpokládat, že ECB bude reagovat pružně na data z ekonomiky (nelze vyloučit, že inflace ve 2Q 2011 kvůli cenám ropy dále vzroste, pak by se ale již měla zklidnit: za zmínku stojí signály stabilizace či dokonce zmírnění tempa růstu cen potravin; v případě podnikatelského sentimentu čekáme mírné zhoršování – viz cena ropy, růst úroků ECB, posilování eura). Na kroky ECB bude mít samozřejmě vliv také další vývoj krize v eurozóně a v neposlední řadě vývoj cen komodit. Co se týče tragických událostí v Japonsku, tak pokud se omezíme na hodnocení jejich možného dopadu na ekonomiku eurozóny, tak by měly být omezené: dle údajů WTO za rok 2009 činil podíl exportů do Japonska na celkových exportech EU pouhou 1,1 %. Jak jsme na tomto místě diskutovali minulý měsíc, tak vyšší úroky ECB budou tlačit euro k posílení a kombinace několika nepříznivých faktorů (dražší ropa, vyšší úroky a silnější euro) by měla s odstupem několika kvartálů vést ke zpomalení tempa růstu ekonomiky eurozóny (HDP). Dle našeho názoru bude další zvýšení úroků ECB následovat až ve 3Q 2011 (pravděpodobně ale již v červenci): zvýšení v červnu, kdy bude mít ECB mj. k dispozici novou kvartální makroprognózu, sice určitě nelze vyloučit, nicméně dvojí zvýšení sazeb během jednoho čtvrtletí by bylo vnímáno jako hodně tvrdý krok a předpokládáme, že ECB proto s dalším zvýšením svých sazeb vyčká do 3Q 2011. Každopádně, eurová výnosová křivka by v situaci, kdy je vysoce pravděpodobné další zvýšení úroků ECB, měla pokračovat v bear flatteningu, což indikuje horní graf na předchozí straně. Nicméně: růst výnosů by již neměl být tak výrazný jako v průběhu uplynulých týdnů a na delším konci spíše čekáme stabilizaci.

Eurovým úrokovým swapům od počátku března dominoval bear flattening, hlavním tahounem zde bylo očekávání zpřísnění měnové politiky ECB. V porovnání s počátkem března vzrostl 2Y EUR swap zhruba o 30bp k úrovni 2,40 %; 10Y EUR swap vzrostl o více než 25bp – do oblasti 3,70 %. Sklon křivky (spread 10Y/2Y) tedy klesl o cca 5bp, do oblasti 130bp: 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.

ČR: Inlace v 1Q 2011 nižší než se čekalo, nicméně z ČNB se začínají ozývat hlasy pro zvýšení úrokových sazeb

Korunová výnosová křivka prošla od počátku března mírným bear steepeningem. Nárůst korunových výnosů, tažený nepochybně globálním sentimentem, byl ale méně výrazný než u jejich eurových protějšků. ČNB nechala úroky na březnovém zasedání beze změny, což se všeobecně čekalo, nicméně výroky členů bankovní rady podporují náš předpoklad, že ČNB ve 2Q 2011 zřejmě přistoupí ke zvýšení svých sazeb. Inlace za letošní první dva měsíce vyšla pod prognózou ČNB: zejména v důsledku vývoje cen potravin. Ve výhledu na rok 2012 jsou zde ale rizika ve směru vyšší inflace, na což by měla ČNB reagovat postupným zpřísněním své politiky.

Data o HDP České republiky za 4Q 2010 nečekaně vykazala zpomalení tempa růstu ekonomiky nejen v mezičtvrtletním, ale také v meziročním vyjádření. Z příložených tabulek je patrná slabost domácí poptávky (s výjimkou růstu zásob). Zranitelnost spotřeby domácností včetně pomalého růstu mezd (za 4Q 2010 byl vykázán jen velmi mírný nárůst průměrné nominální mzdy v české ekonomice, o 0,9 % y/y, a v mezičtvrtletním vyjádření nominální mzda dokonce stagnovala, což je historicky vzato výsledek nebývale slabý) je důležitým faktorem pro aktuální rozhodování ČNB – tj. jde o významný faktor, jenž vedl ČNB k ponechání úrokových sazeb beze změny (2-týdenní repo sazba na úrovni 0,75 %) i na březnovém zasedání bankovní rady.

HDP ČR: meziroční (y/y) změna HDP a výdajových komponentů					
	2010 Q4	2010 Q3	2010 Q2	2010 Q1	2009 Q4
HDP celek	2,6%	2,7%	2,3%	1,1%	-3,2%
C	-0,4%	0,7%	0,7%	0,2%	-0,9%
G	-1,6%	-0,3%	0,9%	2,1%	3,4%
GFCC	-2,3%	-0,2%	-6,4%	-9,3%	-5,1%
Zásoby	-	-	-	-	-
NX	-	-	-	-	-
(X)	16,8%	16,4%	19,3%	18,2%	2,4%
(M)	17,3%	19,2%	18,5%	15,4%	-2,4%

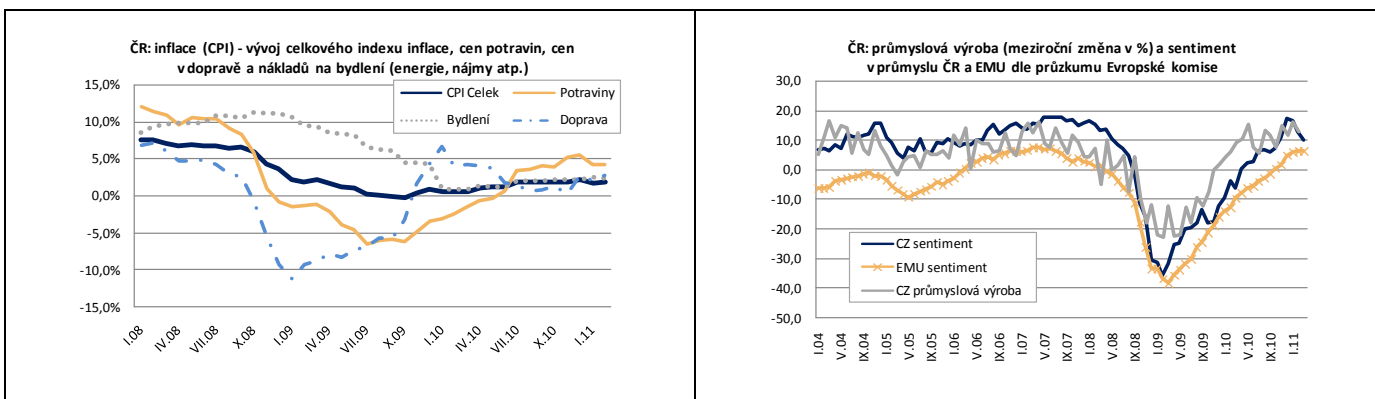
Zdroj: ČSÚ

HDP ČR: mezičtvrtletní (q/q) změna HDP a výdajových komponentů					
	2010 Q4	2010 Q3	2010 Q2	2010 Q1	2009 Q4
GDP total	0,3%	0,9%	0,7%	0,7%	0,4%
C	-1,3%	-0,4%	0,5%	0,8%	-0,3%
G	-1,6%	2,3%	0,0%	-2,3%	-0,3%
GFCC	-0,3%	4,6%	2,3%	-8,4%	1,8%
Zásoby	-	-	-	-	-
NX	-	-	-	-	-
(X)	2,3%	2,6%	2,7%	8,4%	1,9%
(M)	-2,2%	6,3%	1,5%	11,1%	-0,6%

Zdroj: ČSÚ

Vysvětlivky: C ~ spotřeba domácností; G ~ spotřeba vlády; GFCC ~ hrubá tvorba fixního kapitálu („investice“); Zásoby ~ změna stavu zásob; NX ~ čisté exporty (zboží služeb; platí, že NX = X - M); X ~ exporty zboží a služeb; M ~ importy zboží a služeb.

Jak jsme na tomto místě konstatovali již minulý měsíc, únorová inflace vyšla na úrovni 1,8 % a je tak 0,3 procentního bodu pod predikcí ČNB. Jak konstatuje samotná ČNB, tak hlavní odchylku od prognózy lze spatřit na straně slabšího růstu cen potravin. To znázorňuje i graf příložený níže vlevo: na něm je zpomalení růstu cen potravin dobře vidět - a vzhledem k tlakům na světových cenách komodit, jež byly patrné koncem loňského roku, jde o překvapení. Zklidnění či dokonce pokles růstu cen potravin jsou ale v posledních měsících patrné i v jiných zemích – počínaje Německem a konče třeba Tureckem. V posledních týdnech ale vzhledem ke geopolitické situaci (Libye) výrazně vzrostly ceny ropy, což představuje inflační riziko do dalších měsíců. Z pohledu uvažování ČNB je důležitým krokem také zvýšení úroků ECB, neboť toto může mít samo o sobě nepříznivý dopad na korunu. V neposlední řadě ČNB také vnímá rizika ve směru růstu inflačních očekávání v souvislosti s ohlášenými změnami sazeb DPH (postupné sjednocení na úrovni 17,5 % od r. 2013).



Jakkoliv ČNB na svém březnovém zasedání ponechala úroky beze změny na úrovni 0,75 % při skóre hlasování 5:1 (E. Zamrazilová tradičně hlasovala pro 25bp zvýšení sazeb; zasedání se neúčastnil K. Janáček, jehož názor – potřeba zvýšit sazby o 25bp – je ale všeobecně znám), tak se od té doby začínají ozývat další hlasy, připouštějící zvýšení sazeb na některém z příštích mítinku (P. Řežábek). V kombinaci se zvýšením úroků ECB toto vnímáme jako podporu našemu očekávání, že ČNB ve 2Q 2011 přikročí ke zvýšení svých úroků o 25bp. ČNB k tomuto kroku může přistoupit již na květnovém zasedání (5/5), kdy bude mít k dispozici novou kvartální makroprognózu, vyšší pravděpodobnost ale vnímáme v případě červnového zasedání (23/6), kdy již budou k dispozici kompletní data o HDP za 1Q 2011 a bankovní rada tak bude schopna posoudit vývoj z jejího pohledu velmi citlivého ukazatele, totiž spotřeby domácností (a také mezd). V tomto ohledu stojí za zmínku, že v lednu i únoru vykázaly maloobchodní tržby překvapivě silný růst – a to nejen v položce prodejů a oprav motorových vozidel, ale také u prodejů nepotravinářského zboží.

Jak ilustruje graf vpravo dole na předchozí straně, v 1Q 2011 (leden, únor) si zatím velmi dobře vede také průmyslová výroba (meziroční růst v průměru 14,7 %). Z dat je zároveň patrné, že hlavním tahounem českého průmyslu momentálně zůstává zahraniční poptávka. Indikátory podnikatelského sentimentu však pro další měsíce (2Q 2011) indikují mírné zpomalení dynamiky růstu průmyslové aktivity – jak v ČR, tak v eurozóně. Navíc se na tempu meziročního růstu průmyslové výroby začnou nepříznivěji projevovat bazický efekty – a růst tuzemské výroby tak zřejmě již velmi brzy klesne do jednociferných úrovní. V případě exportů (i importů) došlo ke zpomalení tempa růstu již v únoru. Takto by ale mělo jít o návrat z nadprůměru k udržitelnějšímu tempu (jak v případě průmyslové výroby, tak dynamiky zahraničněobchodního obratu) a tuzemský průmysl by si měl i nadále udržet solidní růst s pozitivními implikacemi pro českou korunu.

Koruna od počátku března oslabila, ale pouze nepatrně: z oblasti 24,35 do oblasti 24,40/EUR. Jak konstatujeme výše, průmysl a také saldo zahraničního obchodu si v prvních měsících vedly velmi dobře a na korunu již dále nepůsobily ani události v Libyi, ani avizované zpřísnění měnové politiky ECB. Mezi korunovými a eurovými úrokovými swapy došlo k roztažení záporných spreadů: eurové výnosy ex ante reagovaly na avizované zvýšení sazeb ECB, reakce korunových výnosů na růst zahraničních výnosů ale byla umírněná. Od počátku března 10Y CZK swap vzrostl o necelých 15bp, mírně nad úroveň 3,40 %; 2Y CZK swap vzrostl o necelých 5bp, zůstává tak mírně pod 2,30 %; sklon korunové swapové křivky (10Y/2Y spread) tak vzrostl o 10bp, k úrovni 115bp. Vůči eurovým protějškům klesl spread 10Y CZK swapu o více než 10bp k úrovni -25bp, u 2Y CZK swapu spread klesl téměř o 25bp a aktuálně činí -10bp. Vývoj koruny, pozorovaný v uplynulých týdnech, se odehrál v souladu s naším očekáváním: v pásmu 24,30-24,50/EUR; toto pásmo by mělo převládat i v dalších týdnech, ovšem riziko je vychýlené k posílení koruny, především v závislosti na rétorice ČNB před květnovým zasedáním. Pnutí ve vládní koalici naopak může sloužit jako faktor tlumící případné apretační tendence české měny. Předpoklad víceméně stabilní koruny, (bear) flatteningu výnosové křivky v eurozóně a rostoucích očekávání, že ke zvýšení svých úroků přistoupí ve 2Q 2011 také ČNB, by mělo vést k mírnému bear flatteningu i na české výnosové křivce. S tím, jak předpokládané zvýšení sazeb ČNB v průběhu 2Q 2011 opět vrátí negativní diferenciaci vůči ECB z aktuálních -50bp (0,75 % vs. 1,25 %) na -25bp (1,00 % vs. 1,25 %), bychom pro následující týdny předpokládali zúžení negativních spreadů korunových úrokových swapů vůči jejich eurovým protějškům.

Akciové trhy - březen ovlivněn tragédií v Japonsku a vývojem situace v MENA

Globální akciový index poklesl v březnu o 1,2 % a zaznamenal tak první meziměsíční pokles od loňského listopadu. Ačkoli je meziměsíční změna globálního akciového indexu relativně malá, akciové trhy v březnu prošly poměrně dramatickým vývojem. V první polovině měsíce prudce oslabovaly v reakci na eskalaci napětí v MENA regionu a hlavně pak v reakci na tragické události v Japonsku (zemětřesení a následné problémy jaderné elektrárny). Lokální dno na akciích bylo dosaženo 16. března, kdy byly globální akcie o 6,8 % níže oproti konci února letošního roku. Ve druhé polovině měsíce došlo ke stabilizaci situace, která vedla k opětovné částečné normalizaci rizikových průměrů a růstu globálních akciových trhů (+5,9 %). Růstu pomohla i pokračující pozitivní překvapení ze strany makrodat. Míra překvapení sice poklesla z svého předchozího peaku, přesto se stále jednalo o „velmi slušná“ data a non-farm payrolls (+261 tis.) a manufacturing ISM (+61,2) naznačují, že expanze v USA pokračuje.

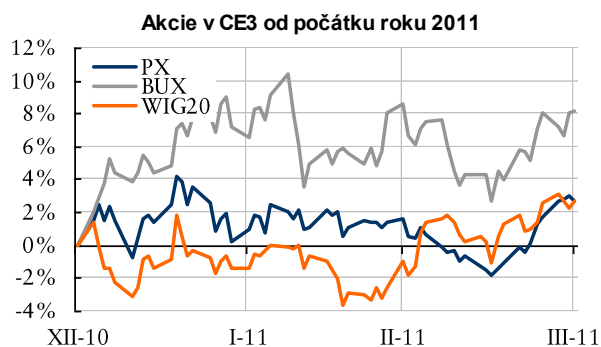
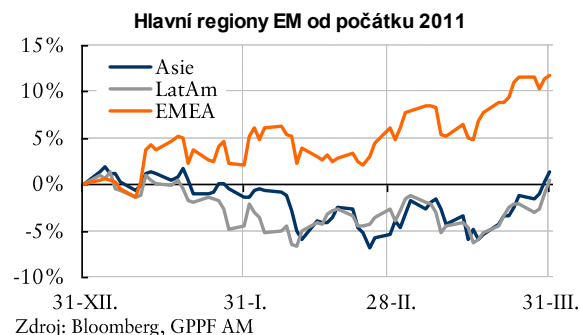
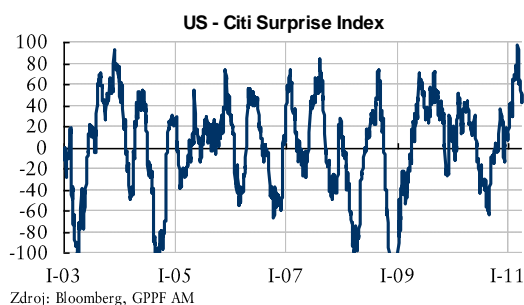
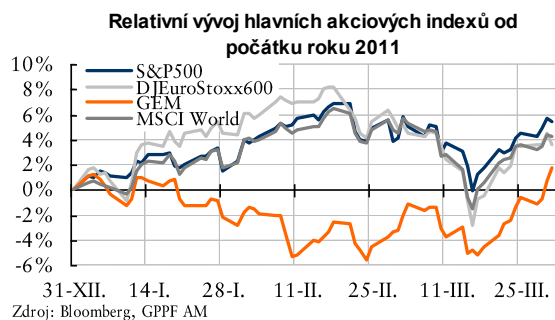
V rámci jednotlivých hlavních regionů se nejvíce dařilo emerging markets, které v březnu vzrostly o 5,7 %. Americké akcie víceméně stagnovaly (-0,1 %) a evropské akcie poklesly o 2,6 %. Japonské akcie pod vlivem tragických událostí v březnu propadly o 8,2 %.

V rámci emerging markets rostly všechny hlavní regiony. Nejvíce přitom posílily asijské akcie (+7,1 %), které se tak od začátku letošního roku dostaly do kladného teritoria. Naopak relativně nejhorší byl vývoj akcií v Latinské Americe (+3,3 %). Akcie v EMEA regionu si připsaly v březnu 5,4 %.

Dobré výkonnosti emerging markets pomohly především rostoucí ceny ropy. WTI v březnu vzrostla o víc jak 10 % a poprvé od září 2008 se přehoupla přes 100 USD za barel.

Akcie ve střední Evropě se ani tentokrát nevymykaly vývoji na globálu. Pražský PX index si připsal 1,1 %, když mu k růstu největší měrou pomohly akcie ČEZu, které v březnu vzrostly o 9,2 % v reakci na rostoucí ceny elektřiny (baseload futures na rok 2012 v Německu +12,1 %). Na opačném konci stály akcie Erste Bank, které v březnu poklesly o 6,4 %.

Mezi polskými akciemi v březnu excelovala ropná společnost PKN Orlen, která vzrostla o 15,5 %. Hlavním impulsem pro její růst byly rostoucí ceny ropy a především pak roztažení spreadu mezi ropou Brent a Ural.



Kreditní trhy: Příliš pozitivní sentiment v posledních týdnech spolu s trvajícím riziky již nahrávají krátkodobé korekci

Nepokoje v regionu MENA, zemětřesení v Japonsku, vlna downgradů na periferii eurozóny či hawkish komentáře centrálních bank, nic z toho nezpůsobilo trvalejší roztažení spreadů, ba naopak: během března došlo k utažení spreadu hlavního eurového korpor. indexu invest. stupně o dalších 6 bodů. Financials byly hlavním tahounem tohoto poklesu, a to zejména podřízené financials. Během března hlavní index vykázal total return -0,35 % (oproti únorovým +0,8 %), zatímco total return financials indexu činil -0,12 % při utažení spreadu o 11 bodů. Pouhé 1bodové utažení spreadu u non-financials bylo zajištěno zejména sektory stavebnictví, energetika a telekomunikace. Naopak automobilový průmysl výrazně underperformoval.

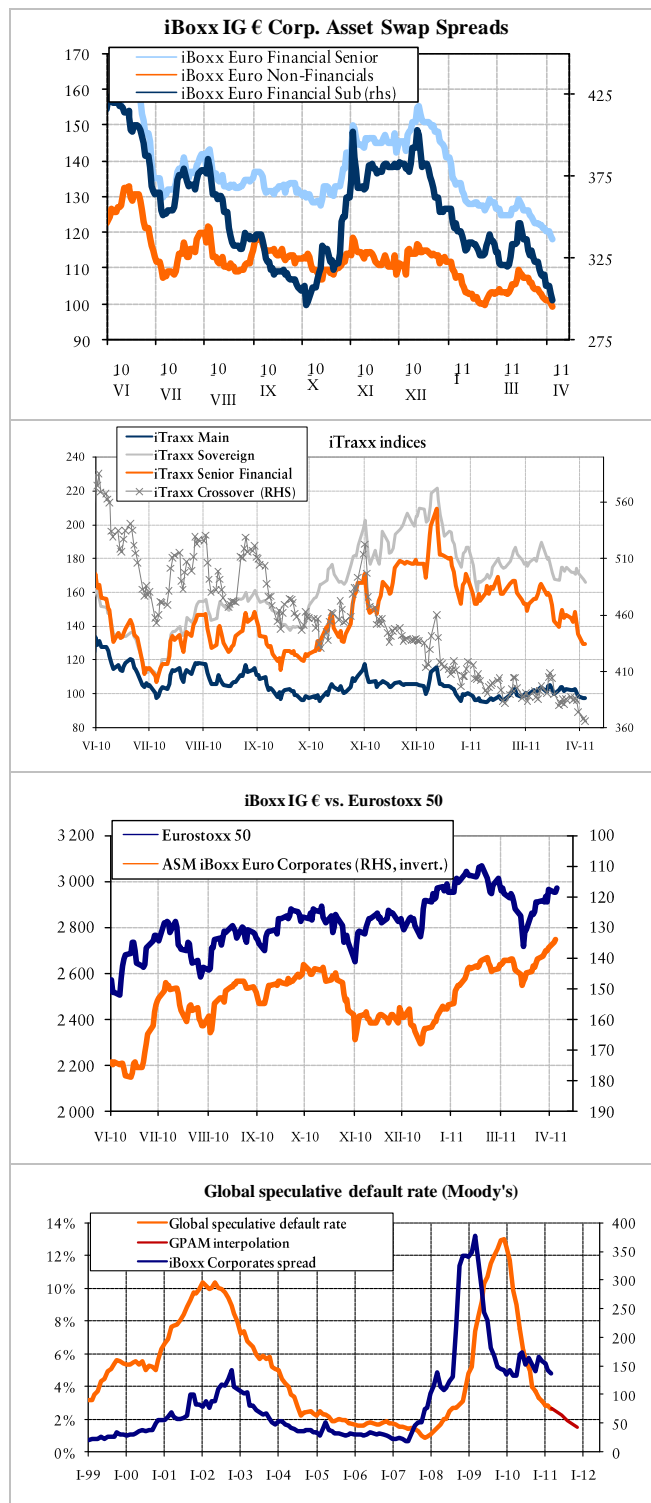
Index CDS instrumentů iTraxx main zaznamenal méně prudký vývoj, když se utáhl o pouhé 2 body. Subindexy trackující suverénní kredit, senior financial a crossover (high yield), však zaznamenaly významnější utažení spreadů. Např. iTraxx Senior Financial se v březnu utáhl o více než 11 bodů.

Nové úpisů a poptávka po kreditu

Emisní aktivita dluhopisů denominovaných v eurech byla v březnu téměř o třetinu slabší než v únoru, přičemž u financials se zúžila téměř o polovinu. O významnější emise v nefinančním sektoru se postaraly společnosti z elektrárenského, mediálního, ale i telekomunikačního odvětví. Přítoky do dluhopisových fondů byly ve všech březnových týdnech kladné, ale fondy specializující se na high yield investice zaznamenaly ve dvou týdnech odtoky po předchozích 14 týdnech silných přítoků v řadě.

Krátkodobý výhled

Vzhledem k tomu, že se blíží výsledky stress testů EU, stejnětak jako očekávaný konec QE2, a navíc spread hlavního eurového korporátního indexu už je jen 8 bodů výše než low loňského roku, nevylučujeme krátkodobou korekci. Tomuto postoji nahrává také fakt, že kreditní indexy v Evropě outperformují indexy v USA - ty totiž v březnu zaznamenaly roztažení spreadů, a to zejména díky financials. Domníváme se, že takto odlišný vývoj nebude trvat dlouho a rizika jsou nakloněná ke krátkodobé korekci v Evropě. Pro duben tedy zastáváme mírně negativní pohled na evropský kredit.



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.