



ČP INVEST investiční společnost, a.s.

ÚNOR 2012

Analýza vývoje ekonomik a finančních trhů

9.2. 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

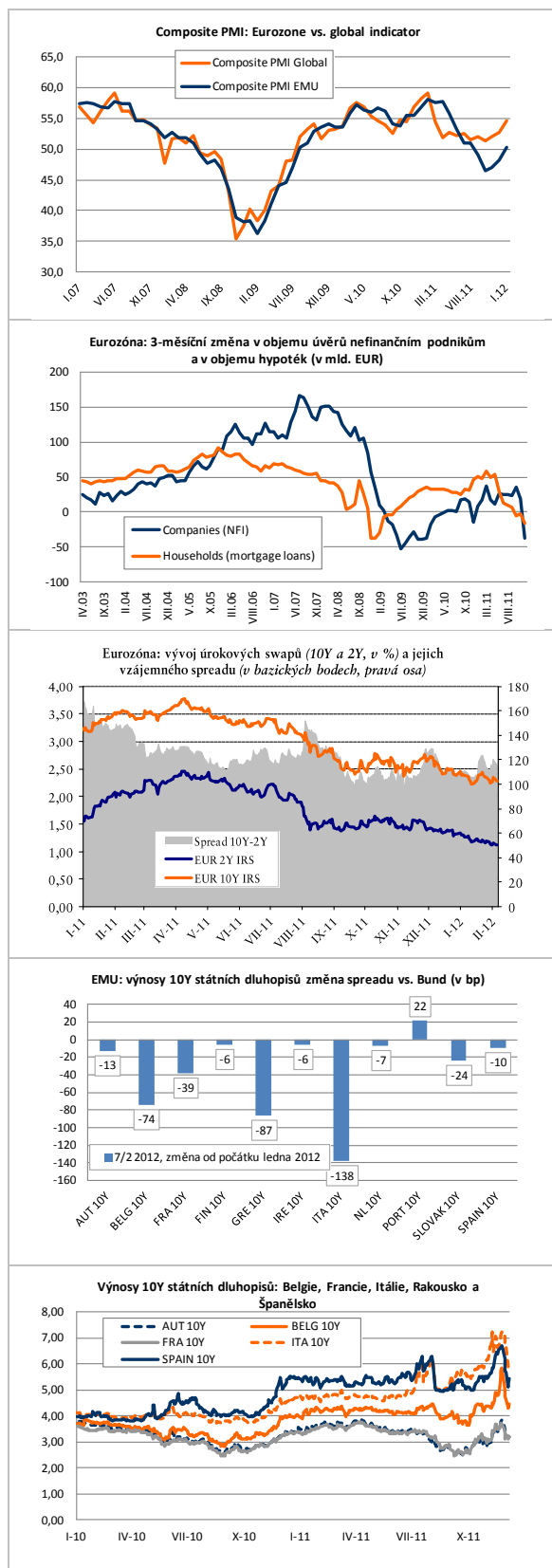
Vývoj finančních trhů v lednu 2012 a výhled na další měsíce

Eurozóna: Nejistota ohledně Řecka a hlavně příliv likvidity z 3Y LTRO ECB vedly eurovou swapovou křivku k bull steepeningu. Naděje, že řecká situace bude vyřešena, ale počátkem února vedly k růstu swapů.

Indikátory byznys sentimentu za leden opět překvapily pozitivně, kompozitní PMI indikátor se poprvé od loňského srpna dostal nad úroveň „50“, což indikuje návrat HDP eurozóny k růstu. Eurová swapová křivka nicméně prošla bull steepeningem, a to pod vlivem nejistot ohledně dalšího osudu Řecka a především pak díky přílivu likvidity do bankovního sektoru skrze tříletou refinanční operaci ECB, jež proběhla koncem prosince. Počátkem února se swapy vydaly k růstu na vlně očekávání, že bude úspěšně dojednán záchranný balíček č. 2 pro Řecko. ECB na únorovém zasedání ponechala úroky beze změny (na 1,00 %) a mírně snížila bilanci rizik růstu HDP.

Leden byl jednak ve znamení mimořádného Summitu EU (30/1) a obecně pak ve znamení nejistot ohledně osudu Řecka. Summit schválil nová rozpočtová pravidla (Fiscal Compact, stanovující hranici pro maximální strukturální deficit veřejných rozpočtů a sankce za její překročení), jenž bude formálně podepsán na řádném Summitu EU 1. a 2. března (v platnost vstoupí, až jej ratifikuje alespoň 12 členských zemí), připojilo se k němu 25 členských zemí EU a 2 jej odmítly: Velká Británie a (alespoň prozatím) Česká republika. Zdoluhavý průběh mají jednání jednak o restrukturalizaci řeckého dluhu skrze zapojení soukromých investorů (Private Sector Involvement - PSI), a také o přistoupení Řecka k dalším úsporným krokům, jež vyžaduje „Trojka“ – IMF, Evropská komise a ECB. Respektive, Trojka požaduje, aby se k opatřením zavázala nejen stávající přechodná řecká vláda, ale i představitelé hlavních politických stran, jež mají reálnou šanci zasednout ve vládě budoucí (řecké) vlády se budou konat zřejmě již v dubnu). Jak PSI, tak řecký závazek k dalším opatřením, jsou nutnými podmínkami pro spuštění záchranného balíčku č. 2 (130 mld. EUR), jenž je nezbytný pro zajištění schopnosti Řecka vyplatit dluhopis v objemu 14,4 mld. EUR maturující 20. března. Zatímco jednání o PSI, byť formálně neukončená, dle všeho již dospěla ke zdárnému kompromisu, tak příslib k reformním opatřením není ze strany řeckých politiků stále kompletní. V průběhu první únorové dekády nicméně na trzích převládá optimismus, že nová pomoc Řecku (130 mld. EUR) bude schválena, což mělo pozitivní vliv na sentiment investorů vůči periférii EMU.

ECB ponechala své úrokové sazby a i ostatní (nekonvenční) nástroje beze změny jak na svém lednovém, tak únorovém zasedání (jež se konalo 9/2). Velmi pozitivní vliv na sentiment investorů ale měla prosincová 3Y LTRO operace, jež zlepšila přístup bank k financování: banky si v rámci 3Y LTRO vypůjčily 489 mld. EUR a trh spekuluje na to, že druhá 3Y LTRO, jež se bude konat koncem února, zaznamená ze strany bank ještě větší poptávku (připomínáme, že ECB tuto poptávku v 3Y LTRO plně uspokojuje).



Naším hlavním scénářem pro letošní rok zůstává stabilita refinanční sazby ECB na stávající úrovni 1,00 %, nicméně možnost horšího než námi očekávaného výkonu HDP eurozóny vytváří rizika směrem k možnosti dalšího snížení refinanční sazby ECB a ECB si pro možnost dalšího snížení svých úrokových sazeb nechává pro případ potřeby otevřené dveře. Mezi analytiky na trhu zatím převládá očekávání, že ECB své sazby sníží o 25bp na svém březnovém zasedání. Dle našeho názoru ale pravděpodobnost takové kroku poněkud klesla s tím, jak únorový statement ECB konstatuje, že výhled hospodářského růstu zůstává předmětem „downside risks“ namísto „substantial downside risks“, což byla fráze užívaná v předchozích měsících. Očekáváme proto, že sazby zůstanou beze změny v březnu i ve zbytku r. 2012.

Indikátory byznys sentimentu (PMI, Ifo, průzkum Evropské komise) vykázaly v lednu další zlepšení. Kompozitní PMI na úrovni eurozóny dokonce vzrostl ze 48,3 na 50,4 a překonal tak úroveň „50“, jež je v metodice PMI průzkumu dělící čarou mezi poklesem a růstem ekonomické aktivity, poprvé od loňského srpna. Poměr mezi vývojem zásob a průmyslových objednávek pak pro nejbližší období naznačuje další zlepšování PMI ve zpracovatelském průmyslu. Kompozitní PMI na úrovni „50“ naznačuje možnost mírného růstu HDP eurozóny v 1Q 2012 (v řádu 0,1 či 0,2 % q/q) poté, co pro 4Q 2011 PMI indikuje možnost propadu HDP eurozóny až o -0,6 % q/q. Předběžný odhad HDP eurozóny a také jejich tří největších ekonomik za 4Q 2011 bude zveřejněn 15. února, pro HDP eurozóny předpokládáme pokles -0,3 % q/q. Tomu napovídají předběžné výsledky za Španělsko (-0,3 % q/q) a Belgie (-0,2 % q/q), a také již zveřejněný odhad celoročního růstu německého HDP, jenž pro 4Q 2011 implikuje pokles cca -0,25 % q/q. Pro 1Q 2012 zatím držíme pro eurozónu předpoklad mírného poklesu HDP (-0,1 % q/q) s postupným oživením v dalších čtvrtletích a s mírným růstem HDP za celý rok 2012 – na úrovni 0,3 %. Rizika této prognózy jsou samozřejmě výrazná: zadrhnutí úvěrování ze strany bank a další fiskální úspory mohou HDP eurozóny letos stlačit do celoročního poklesu, povzbudivě naopak vedle zmíněných průzkumů podnikatelského sentimentu v eurozóně působí také obdobné průzkumy na globální úrovni, vč. USA a Velké Británie. V nejbližších týdnech bude proto zajímavé sledovat nejen bleskové odhady HDP za 4Q 2011 a průzkumy byznys sentimentu, ale také novou kvartální makro prognózu ECB, jež bude zveřejněna 8. března (v prosincové prognóze ECB pro letošní rok předpokládala růst HDP 0,3 %) a měsíční statistiky vývoje bankovních úvěrů v eurozóně.

Inflace (HICP) v lednu dle předběžného údaje setrvala na úrovni 2,7 % y/y - v souladu s očekáváním trhu. Pokles by měl v průběhu letošního roku pokračovat, zejména díky disinflačnímu bazickému efektu na cenách ropy. V samotném 1Q 2012 bude pokles inflace nicméně jen pozvolný a pod 2,0 % by se meziroční inflace měla dostat nejdříve ve 2Q 2012, spíše ale až ve 3Q 2012.

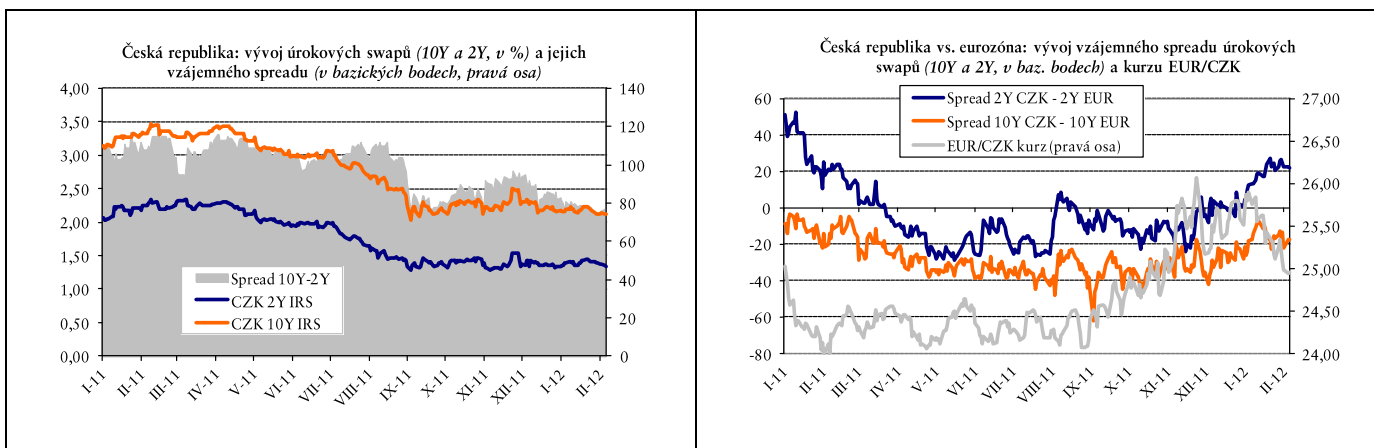
Eurová úroková swapová křivka prošla od počátku ledna bull steepeningem, když 10Y EUR swap k 7. únoru klesl o 17bp pod úroveň 2,30 % a 2Y EUR swap klesl o 21bp, mírně nad 1,10 %. Sklon křivky (10Y/2Y spread) vzrostl o necelých 5bp, nad úroveň 115bp. Ačkoliv indikátory byznys sentimentu (PMI, Ifo) opět lépe, než se čekalo, tak na sentiment trhu mělo vliv vyčkávání ohledně dalšího vývoje (a řešení) situace v Řecku, v případě kratších splatností ještě významnější roli dle našeho názoru sehrál nárůst rezerv v bankovním systému, k němuž došlo díky tříleté refinanční operaci ECB (3Y LTRO) koncem loňského roku. Na samém konci února (28.-29. 2.) se bude konat další 3Y LTRO, což opět tlačilo kratší bezrizikové výnosy k poklesu a v případě obratu sentimentu je to chránilo před výraznějším nárůstem. V prvních únorových dnech, kdy zpravodajským titulům dominoval vývoj v Řecku, pak na trhu došlo k obratu – rostla riziková aktiva a spolu s nimi také úroveň bezrizikových výnosů (EUR swapy, Bund), hlavně na delších splatnostech s tím, jak investoři začali zvyšovat sázky na schválení záchranného balíčku č. 2 pro Řecko. U delších eurových swapů čekáme pro 1Q 2012 i nadále pozvolný růst s tím, že makro data budou dle našeho názoru ukazovat, že ekonomika si prošla tím nejhorším již ve 4Q 2011, a že v 1Q 2012 se míra poklesu HDP zmírňuje. Kratší swapy by měly být před růstem chráněny přebytkem likvidity (3Y LTRO). I nadále tak čekáme steepening eurové swapové křivky, a to i v alternativní variantě, kdy by makro data přinesla zklamání a ECB by reagovala dalším snížením svých úroků: v této variantě by se steepening křivky realizoval skrze pokles kratších sazeb.

ČR: Zlepšení sentimentu vedlo k posílení koruny pod 25,00/EUR; ČNB ve své nové prognóze operuje se snížením úroků ve 3. čtvrtletí.

Kombinace zlepšujících se indikátorů byznys sentimentu v eurozóně a růstu optimismu investorů ohledně ochoty Maďarska dohodnout se s IMF a EU na záchranném balíčku měla pozitivní vliv na pohled investorů na celý středoevropský region. Koruna tak počátkem února posílila poprvé za tři měsíce pod 25,00/EUR. Data ze samotné české ekonomiky signalizují slabou domácí poptávku avšak solidní vývoj exportů, což je pro korunu opět příznivé. ČNB ve své kvartální makro prognóze z počátku února na jednu stranu snížila předpokládané tempo posilování koruny v letošním roce, prognóza ale zároveň implikuje snížení reposazby ČNB v letošním třetím čtvrtletí o 25bp, tedy na úroveň 0,50 %. Náš hlavní scénář (GP AM) je i nadále stabilita sazeb ČNB na úrovni 0,75 %, rizikem je ale silná koruna.

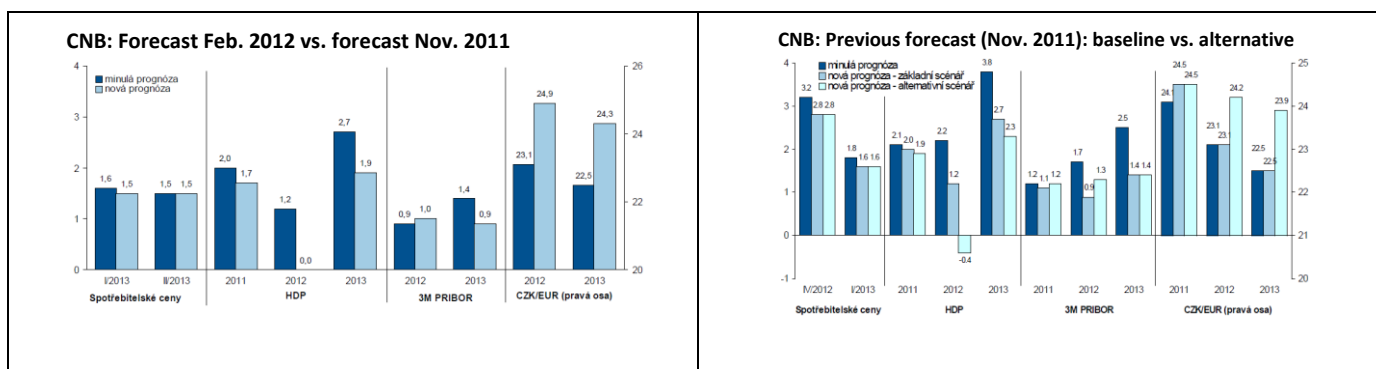
Minulý měsíc jsme na tomto místě zmiňovali vývoj v Maďarsku jako významný faktor, jenž v průběhu prosince přispěl k oslabení koruny poté, co IMF a EU přerušily jednání o půjčce Maďarsku a Maďarsko schválilo kontroverzní zákon o MNB. V průběhu ledna ovšem maďarská vláda dala najevo ochotu vrátit se k jednacímu stolu bez předběžných podmínek s tím, že je ochotna revidovat sporné části nové ústavy a zákona o MNB, ukážou-li se námitky EU jako oprávněné. To vedlo k posílení forintu z oblasti 320/EUR na počátku ledna do aktuální oblasti mírně nad 290/EUR, posílil také zlotý a samozřejmě i koruna: z 25,90/EUR testovaných počátkem ledna na aktuálních 24,95/EUR. Koruně a ostatním středoevropským měnám také pomohlo zlepšení indikátoru podnikatelského sentimentu v eurozóně a zlepšení sentimentu investorů vůči periférii eurozóny v návaznosti na 3Y LTRO ECB. V neposlední řadě jsou pro korunu příznivá také data z české ekonomiky za loňský prosinec, zveřejněná v prvních únorových dnech – vývoj zahraničního obchodu a průmyslové výroby. Koruna je nyní již silnější, než co pro 1Q 2012 předpokládá čerstvá prognóza ČNB: ta vidí korunu v 1Q 2012 v průměru na 25,50/EUR, průměr od počátku roku ale aktuálně činí 25,44 a spotový kurz se momentálně (k 7/2) pohybuje v oblasti 24,95/EUR. Je zde tedy výrazné riziko, že koruna bude oproti prognóze ČNB silnější jak v 1Q 2012, tak ve 2Q 2012, pro něž ČNB předpokládá průměr 24,90/EUR, a že bude působit protiinflačním směrem. K této otázce se vrátíme níže. Zde konstatujeme, že první čtvrtletí kalendářního roku je pro korunu obvykle příznivé (vývoj přebytku zahraničního obchodu, kapitálové toky na počátku roku) a koruna tak bude pravděpodobně posilovat dále, pokud nedojde k negativnímu zvratu v případě Maďarska či nezdaru při řešení řecké situace. V základním scénáři nicméně očekáváme, že koruna do konce 1Q 2012 posílí pod úroveň 24,75/EUR.

Korunová swapová křivka prošla za období od počátku ledna bull flatteningem při stabilitě na kratším konci (2Y CZK swap v oblasti 1,35 %) a poklesu 10Y CZK swapu z oblasti 2,15 k úrovni 2,10%; 10Y/2Y spread tak klesl z 83 na 77bp. Spready korunových úrokových swapů vůči jejich eurovým protějškům se od počátku ledna roztáhly, v případě 2Y CZK-EUR spreadu z 1 na 22bp a v případě 10Y CZK-EUR spreadu z -28 na -18bp. V případě spreadu na kratších splatnostech hrály rozhodující roli specifické faktory, jež vedly k poklesu kratších splatností na eurové křivce (3Y LTRO ECB), zatímco 2Y CZK swap nakonec zůstal beze změny. U 10Y CZK-EUR spreadu pak dominoval zejména vývoj kurzu koruny: záporný 10Y spread se zužoval v první půlce ledna a pak se již navzdory volatilitě začal opět roztahovat s tím, jak se koruna vydala k posilování. S tím, jak čekáme další posilování koruny, předpokládáme další roztažení negativního CZK-EUR spreadu na splatnosti 10Y. Spread by měl klesat také u splatnosti 2Y, kratší eurové výnosy jsou však i nadále tlačeny dolů přebytkem likvidity skrze operace ECB, nicméně u 2Y EUR swapů se prostor pro pokles vyčerpá, nesníží-li ECB své sazby.



Pro korunovou swapovou křivkou očekáváme steepening při stabilitě či poklesu kratších úrokových swapů (2Y) a růstu či stabilitě úrokových swapů na delších splatnostech (10Y).

Z výrazných domácích zpráv za uplynulé týdny dominuje čerstvá kvartální makroprognóza ČNB, jež byla zveřejněna 2. února. Základní parametry prognózy ČNB jsou znázorněny v příložených grafech. Predikce HDP pro letošní rok činí 0,0%; předchozí prognóza ČNB z listopadu 2011 předpovídala pro rok 2012 růst HDP 1,2 % v základní variantě a pokles -0,4 % v alternativní variantě. Průměrná míra inflace se letos dostane nad 3,0 % v důsledku lednového zvýšení snížené sazby DPH; v 1H 2013 by ale měla klesnout pod 2,0 % - opět v důsledku daňových změn: ČNB pro 1H 2013 předpokládá inflaci zhruba na úrovni 1,5 %, tedy stejně jako v prognóze (jak základní, tak alternativní) z loňského listopadu. Koruna by měla i v dle nové únorové prognózy posilovat, ovšem pozvolněji, než co předpokládala listopadová prognóza (včetně alternativní varianty listopadové prognózy). Implikace pro úrokové sazby ČNB dle únorové prognózy: stabilita v 1H 2012 na úrovni 0,75 %, ve 3Q 2012 ale pokles o 25bp na 0,50 % a setrvání na této úrovni do 3Q 2013. Připomínáme, že hlavní scénář listopadové prognózy implikoval snížení sazeb o 25bp na 0,50 % ještě ve 4Q 2011 s následnou stabilitou, alternativní prognóza pak předpokládala stabilitu úroků na stávající úrovni 0,75 % přinejmenším do počátku r. 2013. Guvernér Singer na únorové tiskové konferenci konstatoval, že 2H 2012 je z pohledu úrokových sazeb ještě daleko, a že důležitější je jasný vzkaz prognózy pro 1Q a 2Q 2013 ve smyslu stability sazeb. Z našeho pohledu ale bude stávající prognóza ČNB čelit protiinflačnímu riziku z důvodu rychlejšího než předpokládaného posilování koruny (vývoj koruny a předpoklady ČNB: viz komentář na předchozí straně). To může v následujících měsících vést trh ke spekulacím na možnost snížení úroků ČNB a v reakci na to může dojít k poklesu kratších korunových úrokových swapů. Naším hlavním scénářem nicméně zůstává stabilita sazeb ČNB na úrovni 0,75 % po celý letošní rok: předpokládáme, že ČNB bude rychlejší posilování koruny tolerovat, pokud toto bude spojeno s relativně lepším než předpokládaným vývojem hospodářského růstu v eurozóně a také v ČR. Naš odhad růstu HDP České republiky činí 0,3 % pro letošní rok a 2,0 % pro rok 2013 a v těchto dnech zveřejňovaná data z české ekonomiky za loňský prosinec (průmyslová výroba, saldo a obrat zahraničního obchodu a maloobchodní tržby) přináší pozitivní, byť jen mírná, překvapení. Faktem ale zároveň je, že struktura inflace potvrzuje přetrvávající absenci poptávkově-inflačních tlaků v české ekonomice a nečekáme, že by se toto mělo v 1H 2012 změnit. Naopak, vzhledem ke slabosti domácí spotřeby může česká ekonomika v 1H 2012 balancovat na hraně recese a případnou záchranou zde spíše bude zahraniční poptávka, což právě indikuje vývoj exportů a nových průmyslových objednávek ze zahraničí. Jinými slovy, riziko našeho scénáře stabilních sazeb ČNB zůstává vychýlené k možnosti jejich poklesu; nicméně, jak konstatujeme výše: věříme, že silnější koruna bude z pohledu ČNB vykompenzována lepším výkonem ekonomiky EMU a ČR, a že příští pohyb úroků ČNB bude nahoru – ovšem až v roce 2013.



Akciové trhy: impozantní start do nového roku

Akciové trhy odstartovaly nový rok výrazným růstem, když globální akciový index posílil o 4,9 %. V čele růstu stály akcie na rozvíjejících se trzích (+11,2 %), následované Evropou (+5,3 %) a USA (+4,4 %).

Za lednovou rally na akciových trzích stojí několik faktorů. Za jeden z hlavních považujeme uvolněnou měnovou politiku centrálních bank. Evropské centrální bance se podařilo zastavit začínající run na banky a rozpad evropského finančního systému zásluhou prosincové injekce likvidity skrze tříleté LTRO. Na trzích postupně rostla víra, že banky

použijí alespoň část takto získaných peněz na nákup státních dluhopisů a že by plánované emise státních dluhopisů vybraných mohly být relativně snadno upsány. To se potvrdilo na přelomu ledna a února při aukcích italských, španělských a francouzských státních bondů. Americký FED v lednu oznámil, že hodlá držet politiku nulových sazeb po následující tři roky, což je téměř o rok více než čekal trh. Další podporu akciovým trhům přinesla relativně silná makroekonomická data, která ukazují na reakceleraci růstu v prvním kvartále letošního roku. A konečně nezanedbatelnou roli hrála podle nás i tendence portfoliomanagerů na začátku nového roku nabírat riziko s vírou, že když se jim nepovede začátek roku tak budou mít stále ještě dost času na případnou nápravu.

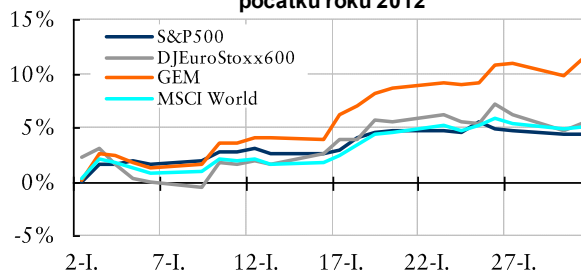
V druhé polovině ledna začala také výsledková sezóna v USA. Výsledky však nepřinesly žádné velké překvapení a neposkytly tak tentokrát trhům žádné výraznější impulsy. K šestému únoru zveřejnilo výsledky 263 společností z indexu S&P500. Tržby rostou zatím meziročně o 6,5 % a jsou 1,8 % nad očekáváním analytiků; zisky rostou meziročně o 3,3 % a jsou 2,9 % nad očekáváním.

V rámci emerging markets se dařilo nejvíce akciím v regionu EMEA (+15,2 %), následovaném Latinskou Amerikou (+12,5 %) a Asií (+10,5 %).

Akcie ve střední Evropě následovaly globální trhy a také posilovaly. Český PX index o 6,6 %, polský WIG20 o 8,8 % a maďarský BUX dokonce o 11,3 %. Nejvíce se dařilo typickým cyklickým titulům s vysokou betou, jako jsou banky (Erste Bank +22,8 %, OTP +24,7 %, BRE Bank +20 %) a komoditní tituly (KGHM +26,2 %, JSW +26,0 %, Bogdanka +19,2 %, MOL +8,4 %). Naopak defenzivní tituly zaostávaly (např. telekomunikační tituly: Telefonica +0,8 %, Maďarský telecom +3,1 % a polský TPSA +0,4 %).

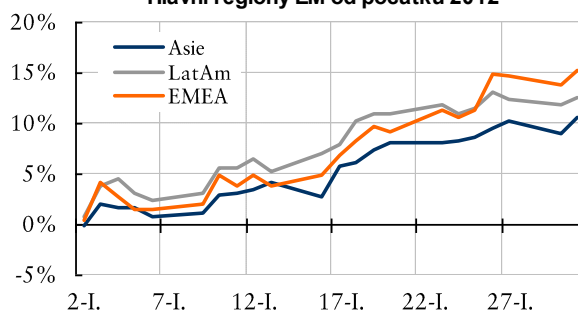
A jaká je aktuální situace na akciových trzích? Po lednovém růstu jsou akcie z technického hlediska mírně překoupené a sentiment indikátory ukazují na poměrně vysoký optimismus investorů. To je signálem spíše pro možnou korekci na akciových trzích. Proti tomu jde skutečnost, že implikované rizikové prémie na akciích jsou stále extrémně vysoké, tzn. akcie jsou stále relativně levné. Růst akciových trhů tak může ještě nějakou dobu přetrvávat, nicméně v horizontu týdnů se podle nás objeví dobré prodejní příležitosti.

Relativní vývoj hlavních akciových indexů od počátku roku 2012



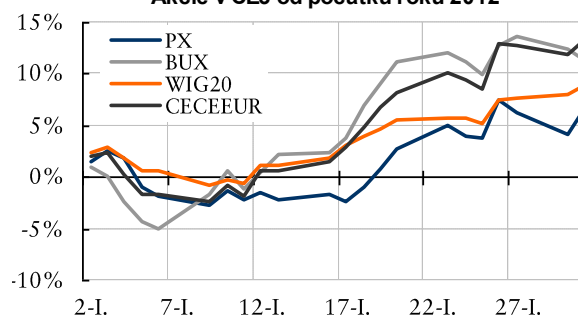
Zdroj: Bloomberg, GPPF AM

Hlavní regiony EM od počátku 2012



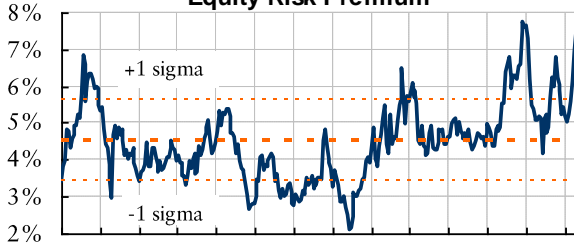
Source: Bloomberg, GPPF AM

Akcie v CE3 od počátku roku 2012



Zdroj: Bloomberg, GPPF AM

Equity Risk Premium



Source: Bloomberg, GPPF AM

Kreditní trhy: Pozitivní odpověď na nárůst likvidity

Zvýšení likvidity na mezibankovních trzích, které následovalo po prosincových opatřeních ECB, se pozitivně promítlo do výkonnosti rizikových aktiv. Začátek roku rovněž přinesl úspěšné aukce státních dluhopisů periferních zemí Eurozóny, což vedlo k dalšímu snižování výnosů dluhopisů těchto zemí. Výjimkou zůstalo Portugalsko, jehož situace tak vedle Řecka představuje další riziko. Situace v samotném Řecku během úvodního měsíce roku nepřinesla významnější postup, na řešení situace si tak investoři musí počkat minimálně do února.

Spread hlavního evropského kreditního indexu během ledna pokračoval v utahování, které započal v předchozím měsíci, a dostal se níže o dalších 34bp. Lepší výkonnosti dosáhl hlavně sektor financials, který zaznamenal utahžení o 63bp (banky -68bp a pojišťovny -56bp). Mezi non-financials si nejlépe vedlo stavebnictví (-48bp) a sektor základních zdrojů (-37bp). Total return hlavního indexu činil v lednu +2,9% (financials +4,3 %, non-financials +1,6 %).

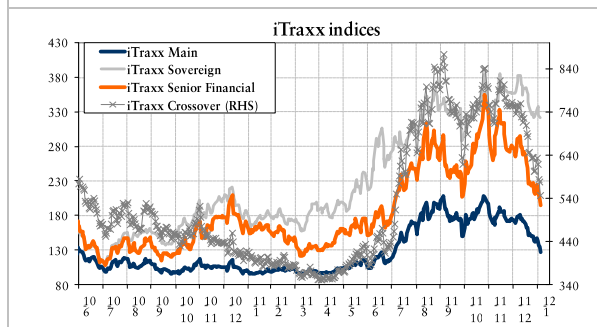
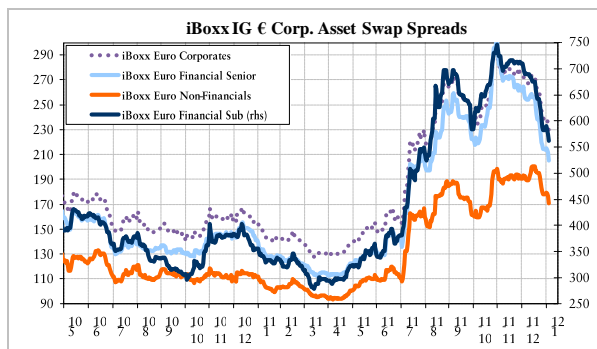
Hlavní iTraxx index se utáhl o 30bp a dostal se tak zpět na úroveň dosažené během srpna loňského roku. Finanční sektor opět vzkázal lepší výsledky, když senior financial snížil spread o 59bp; iTraxx crossover se v lednu utáhl o 135bp.

Nové úpisy a poptávka po kreditu

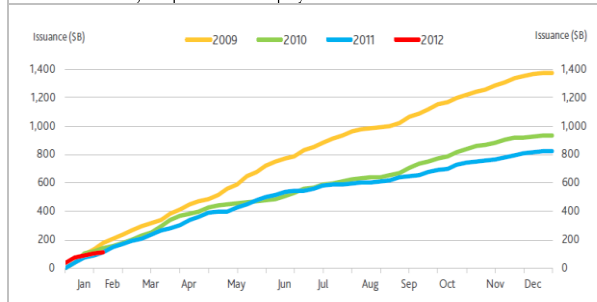
Nový rok přinesl zvýšenou emisní aktivitu. Počet nových úpisů významně překonal hodnoty dosahované během posledního 4Q 2011. V meziročním srovnání dokonce úpisy non-financials překonaly předchozí rok, financials naopak zaostaly. I nadále pokračovaly přítoky do dluhopisových fondů, které během měsíce ledna ještě zesilovaly a dostaly se tak na nejvyšší úroveň za poslední rok.

Krátkodobý výhled

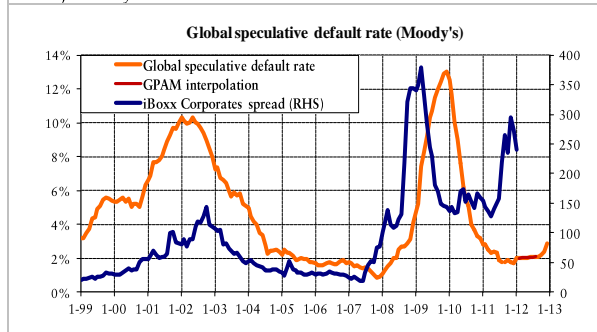
V únoru budou trhy sledovat další vývoj událostí v Řecku, kde by mělo dojít k posunu při vyjednávání ohledně úsporných opatření a k dohodě s držiteli státních dluhopisů. Průtahy v jednáních, kterých jsme byli svědky během ledna, však zvyšují celkovou nejistotu investorů. V centru zájmu budou makroekonomická data i pokračující výsledková sezóna. K dobré výkonnosti dluhopisů by mohlo pomoci další kolo čerpání likvidity evropskými bankami prostřednictvím 3Y LTRO, jež je naplánována na konec února.



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 „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.