Analytický komentář
Generali Investments CEE,
investiční společnost, a.s.
březen 2024

Finanční trhy v únoru 2024 a výhled na další měsíce

		Radomír Jáč
		Dagmar Hlaváčová
6.3.2024	AUTOŘI	Ludmila Keřková
		Martin Pohl
		Andriy Saller

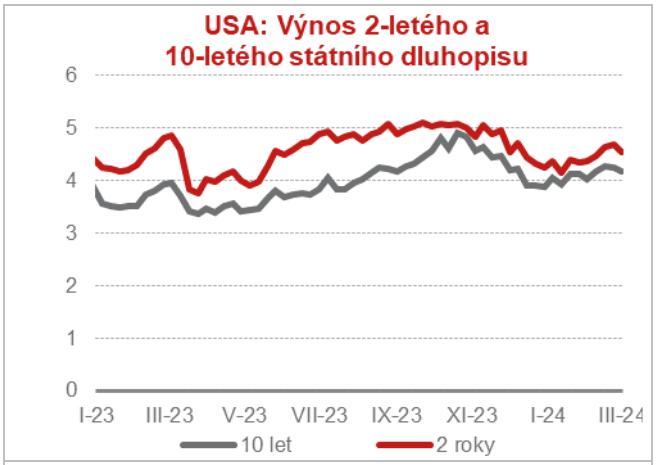
Radomir.Jac@generali.com
Dagmar.Hlavacova@generali.com
Ludmila.Kerkova@generali.com
Martin.Pohl@generali.com
Andriy.Saller@generali.com

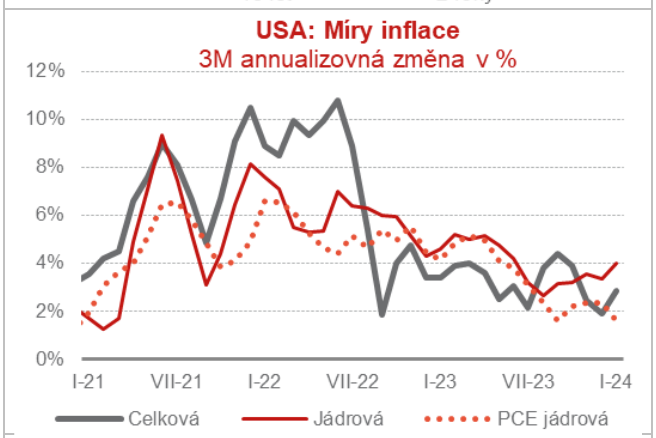
www.generali-investments.cz

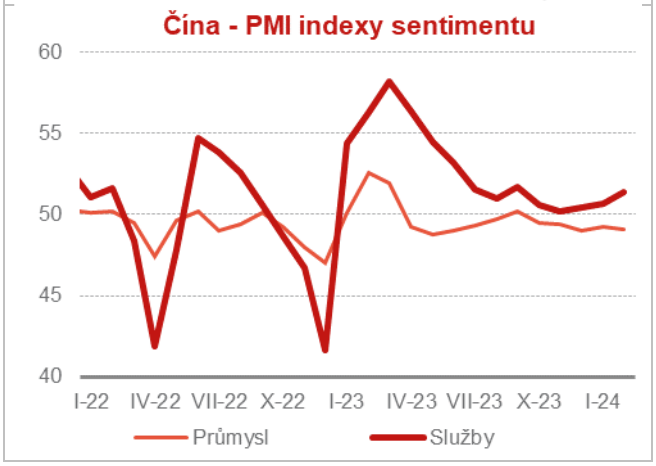
GLOBÁLNÍ EKONOMIKA A TRHY: VYSOKÁ INFLACE ODDÁLILA SNIŽOVÁNÍ ÚROKOVÝCH SAZEB

Vysoká americká inflace vyvolala tlak na růst výnosů dluhopisů, zatímco ekonomická situace zůstává dobrá i přes mírná negativní překvapení. Známky oživení poptávky v Číně byly doplněny kroky na podporu trhů i ekonomiky.

Hlavní pozornost investorů poutala inflace v ekonomice USA a výhled měnové politiky. Lednová inflace překvapila a měsíční růst jádrového deflátoru i indexu CPI dosáhl 0,4 % meziměsíčně: jde o nejvyšší hodnoty za poslední rok. To donutilo investory přehodnotit sázky na brzký start cyklu snižování úrokových sazeb FEDu a trhy nyní pro letošní rok diskontují „jen“ tři snížení o 25 bazických bodů. Tento posun vedl k růst výnosů dluhopisů: o 20 bazických bodů pro delší splatností a až 30 bazických bodů pro kratší splatnosti. Situace v ekonomice je nadále dobrá, i když většina dat překvapila mírně negativně. Zastavil se růst spotřebitelské poptávky po robustním 4. čtvrtletí, průmysl stagnoval, poklesl sentiment podnikatelů: index ISM pro průmysl o 1,3 bodu na 47,8, pro sektor služeb z 53,4 na 52,6, a sektor nemovitostí přešlapoval na místě – na půlroční minimum 1331 tisíc poklesly počty zahájených staveb, prodeje nových domů stagnovaly na 661 tisících a starších domů mírně vzrostly na stále nízké 4 miliony. Nicméně to nemění celkově dobrý obrázek a růst ekonomiky by se v 1. čtvrtletí měl pohybovat okolo 2-3 %.







Politický vývoj pokračoval očekávaným směrem. Donald Trump po „super úterý“ získal již 1031 volitelů, zatímco jeho konkurentka Haley pouze 89. K získání nominaci postačuje 1215 volitelů, čehož by měl Trump dosáhnout již v průběhu března. Kongres dále postoupil k odvrácení hrozby částečného uzavření vládních úřadů. Na začátku března byla dosažena dohoda na rozpočtu pro cca. 25 % vládní úřadů do konce fiskálního roku (30. září). Pro zbytek vládních úřadů je nutné uzavřít podobnou dohodu do konce března, jinak dojde k automatickému krácení výdajů. Vůle k dohodě je u obou stran, ale na straně Republikánů jí brání vlivné protrumpovské křídlo, které ji může zablokovat i nyní.

Mírně příznivé zprávy přišly z Číny. V průběhu dlouhých svátků na konci lunárního roku došlo k výraznému oživení poptávky, což potvrdily i PMI indexy za sektor služeb. V rámci výroční kongresu strany vyhlásila čínská vláda ambiciózní cíle pro letošní rok – 5% růst a 3% inflaci. Podpora trhů a ekonomiky pokračovala. Centrální banka snížila o 25 bazických bodů pětiletý benchmark pro úvěry, regulátoři uvalily další omezení na „krátké prodeje“ akcií a vládou kontrolované fondy nakupovaly domácí akcie.

V Japonsku je na spadnutí další krok normalizace měnové politiky a již na březnovém zasedání může centrální banka opustit dlouholetou politiku záporných úrokových sazeb. Inflace se bezpečně stabilizovala v pásmu kladných hodnot a totéž platí i pro mzdy. To napomáhá stabilizaci yen a naopak začíná limitovat dosavadní silný růst japonských akciových trhů.

Bitcoin pokračoval v raketovém růstu. Jeho hodnota v únoru vzrostla o 50 % a ceny okolo 65 tisíc dolarů odpovídají historickému maximu z poloviny roku 2021. Současný nárůst je kromě poklesu úrokových sazeb tažen poptávkou institucionálních investorů, kterým schválení ETF otevřelo cestu pro investice do kryptoměn. Zároveň 19. dubna nastane další „halving“, který sníží těžbu nových bitcoinů o polovinu.

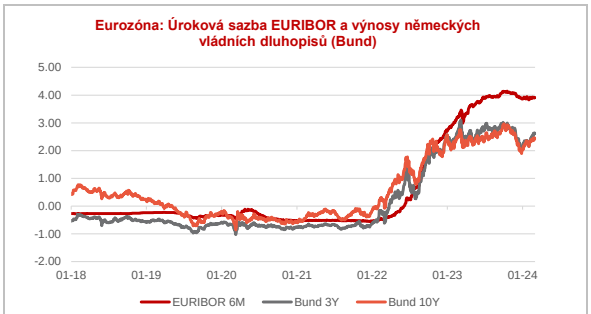
EUROZÓNA: ECB CHCE VÍCE JISTOTY O POTLAČENÍ INFLACE, PRVNÍ SNÍŽENÍ ÚROKŮ SE RÝSUJE NA ČERVEN

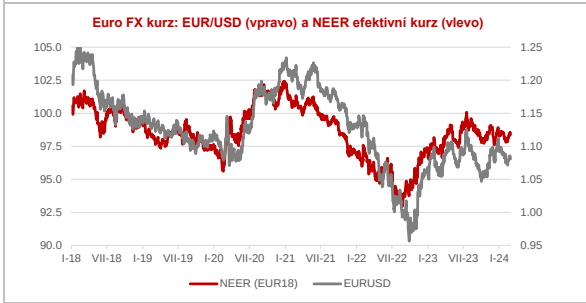
ECB se v únoru k diskusi měnové politiky nesešla, nejbližší zasedání na toto téma bylo stanoveno na 7. březen. Data z ekonomiky včetně vývoje inflace nicméně vedly trh k oddálení očekávání prvního snížení úroků ECB až na červen a pro tento scénář se vyslovilo i několik vrcholných představitelů ECB. Zároveň se snížil rozsah snížení úroků ECB, jež pro letošek implikuje výnosová křivka. Počátkem března trh očekával kumulativní snížení úroků zhruba o 90 bazických bodů, když koncem ledna bylo očekáváno bezmála 150bp. Výnosy vládních dluhopisů v tomto prostředí vzrostly.

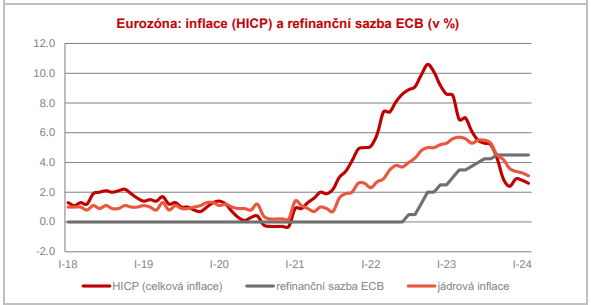
Zprávy z ekonomiky eurozóny byly v uplynulých týdnech přinejmenším z pohledu měnové politiky smíšené. Inflace v eurozóně sice klesá, když v únoru celková meziroční inflace klesla z 2,8 % na 2,6 % a jádrová klesla z 3,3 % na 3,1 %, v prvních dvou měsících letošního roku nicméně inflace vyšla mírně nad tržním očekáváním. Průzkumy zároveň signalizují přetrvávání, a dokonce i zesilování, cenových tlaků v sektoru služeb. Údaje za loňské 4. čtvrtletí hlásí o něco mírnější meziroční nárůst dojednaných mezd: růst dosáhl 4,5 % poté, co ve 3. čtvrtletí činil 4,7 %. Mzdový růst byl nicméně i tak poměrně výrazný. Z výroků řady představitelů ECB je zřejmé, že chtějí vyčkat na vývoj mezd v letošním 1. čtvrtletí, přičemž tato informace bude k dispozici v květnu. Vše uvedené vedlo k tomu, že trh přestal sázet na možnost prvního snížení úroků ECB na dubnovém zasedání a pozornost se v tomto ohledu začala upírat na měnové zasedání, jež proběhne 6. června.

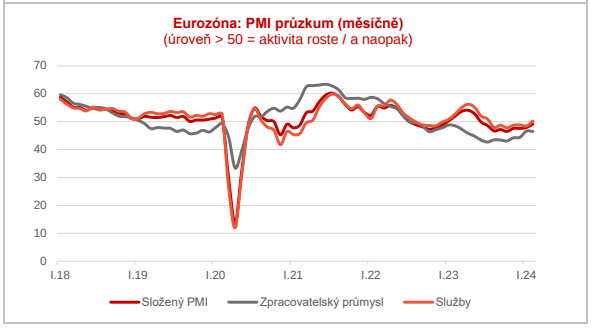
Co se týče výkonu ekonomiky eurozóny, průzkumy PMI naznačují, že se počátkem letošního roku výrazně zmírnil pokles ekonomické aktivity. Kompozitní PMI indikátor v únoru vzrostl ze 47,9 na 49,2 bodů, což bylo osmiměsíční maximum. PMI ve službách dokonce vzrostl mírně nad kritickou hranici 50 bodů, což značí, že se aktivita v tomto klíčovém sektoru ekonomiky vrátila k růstu. Pro letošní rok jako celek nicméně i nadále čekáme jen mírné zrychlení růstu HDP eurozóny: na 0,6 % poté, co v roce 2023 celoroční růst HDP činil 0,5 %.

ECB v únoru nezasedala a nejbližší měnově politické zasedání bylo stanoveno na 7. březen. Vesměs byla očekávána stabilita úroků ECB (depozitní sazba na 4,00 %). Zároveň se očekávalo, že ECB v nové prognóze sníží výhled inflace i růstu HDP pro letošní rok poté, co předchozí prognóza z loňského prosince očekávala růst HDP eurozóny v roce 2024 tempem 0,8 % a průměrnou inflaci na úrovni 2,7 %. To by ale nemělo postačovat k okamžitému zahájení procesu snižování úroků. Z pohledu finančního trhu ale bude důležité, zda ECB otázku snižování sazeb na březnovém zasedání otevře a zda podpoří očekávání, že první pokles úroků by mohl přijít v červnu. Generali Investments i nadále očekává první snížení úrokových sazeb ECB na zasedání v červnu, o 25bp, a celkový pokles sazeb v letošním roce o 100bp. Výnosová křivka v prvních dnech března implikovala kumulativní pokles úroků ECB pro celý letošní rok zhruba o 90 bazických bodů, když po lednovém zasedání ECB tyto sázky činily bezmála 150 bazických bodů.









Výnos desetiletého německého vládního dluhopisu v únoru vzrostl o 25bp, mírně nad úroveň 2,40 %. Tříletý výnos šel nahoru o více než 45bp, mírně nad úroveň 2,60 %. Růst výnosů byl reflexí toho, jak trh odsouval sázky na načasování prvního snížení úroků ECB a zároveň snižoval očekávání na celkový pokles úroků v letošním roce. Pro nejbližší týdny (obecně pro několik příštích měsíců) čekáme výnos desetiletého německého vládního dluhopisu v pásmu 2,10 % - 2,50 %, což by znamenalo pozvolný pokles z jeho stávající úrovně (počátkem března cca 2,35 %). Podobné faktory, vedoucí k větší opatrnosti na výhled úroků FEDu, působily též na trh vládních dluhopisů v USA. Euro vůči dolaru v průběhu února nejprve oslabilo, následně se ale vrátilo k výchozí hladině mírně nad úrovní 1,08. Pro nejbližší měsíce lze čekat kolísání kurzu eura kolem stávajících úrovní. Pro letošního 2. pololetí držíme na kurz eura optimistický názor: předpokládané zpomalení růstu ekonomiky USA a změkčení měnové politiky FEDu by měly vést k pozvolnému posilování eura vůči americkému dolaru.

CEE: ČNB ZRYCHLILA TEMPO SNIŽOVÁNÍ ÚROKŮ, JEJÍ PROGNÓZA ČEKÁ JEJICH DALŠÍ VÝRAZNÝ POKLES

Vývoj na středoevropských trzích v uplynulých týdnech reflektoval kroky regionálních centrálních bank. Maďarská MNB snížila hlavní úrok o 100bp, což přispělo k oslabení forintu a tamní vládní dluhopisy tak z poklesu sazeb MNB nedokázaly profitovat. Více, než se čekalo (o 50bp), snížila úroky také ČNB. Ta navíc avizovala další výrazný pokles sazeb a únor tak byl v případě české koruny též ve znamení oslabení, dluhopisům se ale vedlo relativně dobře. Polská NBP drží úroky beze změny, z čehož profituje polský zlotý, méně již však polské vládní dluhopisy.

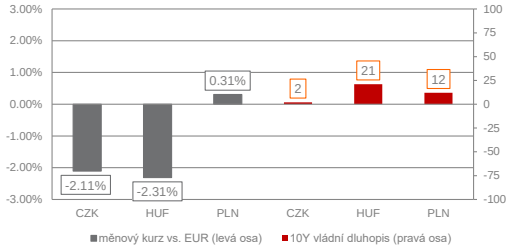
Leden vykázal výrazný pokles meziroční inflace ve všech třech zmíněných ekonomikách. V ČR inflace klesla z 6,9 % na 2,3 %: pod očekávání trhu i ČNB a na dohled dvouprocentního cíle. V Maďarsku inflace klesla z 5,5 % na 3,8 % a taktéž se dostala do cílového pásma (3 % +/- 1 procentní bod). I polská inflace (v lednu 3,9 %) se zřejmě brzy dostane do blízkosti cíle (2,5 %), v případě Polska je ale nejistý výhled cen energií na 2. pololetí.

ČNB počátkem února snížila repo sazbu o 50bp na 6,25 %. Zároveň ČNB prezentovala prognózu, jež v základním scénáři vidí repo sazbu ke konci roku na úrovni 2,75 %, přičemž rozhodující část snižování úroků by měla proběhnout již v letošním 1. pololetí. Bankovní rada je vůči tomuto scénáři opatrná, nicméně se zdá, že na nejbližších zasedáních bude připravena snižovat úroky aspoň o 50bp v jednom kroku. Koruna na výhled měnové politiky reagovala oslabením do oblasti 25,20 za euro a v reakci na nízkou lednovou inflaci až k úrovni 25,50. Počátkem března koruna obchodovala nad úrovní 25,30 za euro, zatímco prognóza ČNB očekávala pro 1. čtvrtletí průměrný kurz 24,70 za euro. Slabší kurz koruny nás vede k očekávání, že ČNB na zasedání 20. března sníží úroky opět „jen“ o 50bp a pro konec letošního roku očekáváme repo sazbu na úrovni 3,25 % či 3,50 %.

Maďarská MNB koncem února snížila svůj hlavní úrok o 100bp, na 9,00 % poté, co na předchozích zasedáních snížila sazby vždy o 75bp. Ačkoliv MNB tuto možnost diskutovala již v lednu, tak forint postupně oslabil až nad úroveň 396 za euro, když vedle měnové politiky měly na sentiment nepříznivý dopad také obavy, že změny v zákoně o MNB, jež zvažuje vláda, mohou vést k omezení autonomie centrální banky. Samotná MNB konstatovala, že snižování úroků o 100bp je jen přechodnou záležitostí. Očekáváme, že se MNB zřejmě již v březnu vrátí ke snižování úroků o 75bp a v průběhu 2. čtvrtletí začne sazby snižovat o 50bp v jednom kroku.

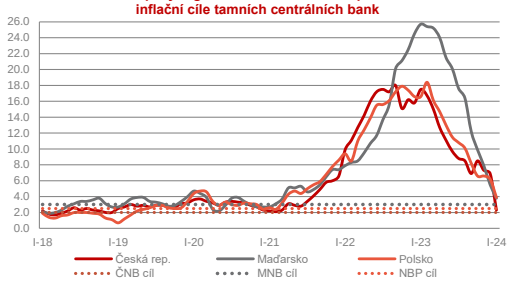
Polská NBP drží hlavní úrok na úrovni 5,75 %. Inflace bude v 1. čtvrtletí klesat, zejména pro 2. pololetí je zde ale výrazná nejistota související s otázkou, zda a v jaké podobě vláda zachová cenové stropy pro energie pro domácnosti. Nyní předpokládáme, že NBP ponechá úroky beze změny i ve 2. čtvrtletí. Zároveň očekáváme, že se vláda bude chtít vyhnout cenovému šoku a odstraňování cenových stropů u energií proto bude postupné. Ve 2. pololetí by se tak mohl vytvořit prostor pro mírné snížení úroků NBP: v hlavním scénáři očekáváme jedno snížení o 25 bazických bodů ve 3. čtvrtletí a stejný krok v závěrečném čtvrtletí letošního roku.

Region CE-3: performance měnových kurzů vůči euru a změna výnosu 10Y vládního dluhopisu (v bp) v únoru 2024

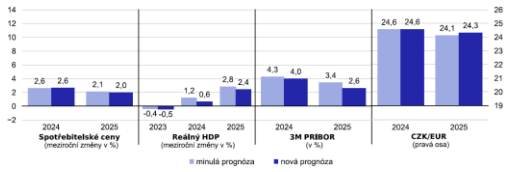


Střední Evropa: výnosy vládních dluhopisů
(splatnost 10Y, v %)

Středoevropský region: meziroční inflace v procentech a inflační cíle tamních centrálních bank



ČNB: Čerstvá prognóza pro českou ekonomiku (únor 2024) vs. předchozí prognóza (listopad 2023)



Zdroj: ČNB (www.cnb.cz)

Únor byl ve středoevropském regionu ve znamení smíšeného vývoje výnosů vládních dluhopisů. Česká výnosová křivka reflektovala výraznější pokles úroků ČNB: výnos tříletého vládního dluhopisu klesl téměř o 10bp, k úrovni 3,55 %, desetiletý výnos zůstal téměř beze změny mírně nad úrovní 3,80 %. Výnos tříletého maďarského dluhopisu klesl jen nepatrně a zůstal nad úrovní 5,90 %: MNB sice výrazně snížila úroky, na náladu trhu ale zároveň působil slabší kurz forintu. Desetiletý výnos vzrostla o více než 20bp, k úrovni 6,35 %. V Polsku se výnosová křivka zplošťovala s tím, jak se oddaluje vize příštího snížení úroků NBP: desetiletý výnos vzrostl o více než 10bp, na úroveň 5,35 %, tříletý výnos vzrostl o více než 20bp, nad 5,00 %. Výnosy středoevropských vládních dluhopisů budou i nadále pod vlivem kombinace vývoje na globálních trzích a domácí měnové politiky. Ze strany německých vládních dluhopisů (důležitý externí faktor) čekáme do dalších měsíců převažující tendenci k postupnému poklesu. Dění na poli měnové politiky jednotlivých centrálních bank zároveň vedlo k tomu, že forint a koruna oslabily v průběhu února vůči euru o více než 2 %, zatímco zlotý mírně posílil. Očekáváme, že centrální banky v ČR a Maďarsku se budou snažit ladit komunikaci vůči trhu tak, aby tamní měny o něco posílily.

AKCIOVÉ TRHY: DOBRÉ VÝSLEDKY SPOLEČNOSTÍ, ZEJMÉNA V USA, SOLIDNÍ EKONOMICKÁ DATA, OBNOVENÝ ENTUZIASMUS PRO UMĚLOU INTELIGENCI I ČÍNSKÁ OPATŘENÍ NA PODPORU EKONOMIKY PODPOŘILY RŮST AKCIÍ TÉMĚŘ VE VŠECH REGIONECH. EVROPSKÉ PŘÍRŮSTKY TLUMILY ODHADY POZDĚJŠÍHO SNIŽOVÁNÍ ÚROKŮ, NEŽ SE PŘEDPOKLÁDALO, A TAKÉ NIŽŠÍ CENY KOMODIT, KTERÉ SE PODEPSALY NA AKCIÍCH KOMODITNÍCH TITULŮ.

V únoru uzavřel americký S&P 500 poprvé nad hranicí 5000 bodů a získal tak za měsíc 5,2 %. Výsledky společností za loňské 4. čtvrtletí nadále překvapovaly většinou pozitivně, a to v 77,5 % případů (když dlouhodobý průměr pozitivního překvapení činí 66,5 %). Jmenujme skvělé výsledky společnosti Nvidia, které způsobily rally dalších titulů podnikajících v oblasti umělé inteligence. Zisky firem v průměru meziročně rostou a růst se čeká také pro 1. čtvrtletí 2024. Data za ekonomickou aktivitu byla v USA solidní, kromě vyšší než očekávané inflace. Cenový deflátor spotřebních výdajů však v lednu poklesl znatelně, což je důležité pro politiku FEDu. V USA skončily všechny sektory za únor v plusu, nejvíce však sektor zbytného spotřebního zboží (+8,6 %), průmyslových podniků (+7 %), základních materiálů (+6,3 %) či technologií (+6,2 %). Zaostávaly defenzivní utility (+0,5 %), sektor nezbytného spotřebního zboží (+2,1 %) či energetický sektor (+2,6 %).

Evropský index Stoxx Europe 600 si za únor připsal 1,8 %, když nepatrně se zlepšující výsledky společností, klesající inflace a stabilizující se ekonomika byly téměř vyváženy varováním ECB před příliš brzkým snižováním úroků. Nemovitostní sektor, citlivý na úrokové míry, tak uzavřel s poměrně výraznou ztrátou 7,8 %. Negativní výkonnost zaznamenalo také odvětví základních materiálů (-6,5 %) a utilit (-5,6 %), obě zřejmě negativně ovlivněny nižšími cenami komodit. Výrazného růstu se však dočkaly akcie automobilek (+12,8 %), které by mohly těžit z podpůrných opatření čínských autorit. Dobře si vedly i průmyslové akcie (+6,5 %) či tituly z oboru stavebnictví (+4,7 %). Ze společností, které zveřejnily své výsledky za 4. čtvrtletí, předčilo 53,5 % očekávání u zisků, tedy už jen mírně pod historickým průměrem (54 %). Regionálně posílily nejvíce Itálie (+6 %), Německo (+4,6 %) či Francie (+3,5 %), avšak Španělsko (-0,8 %) a Rakousko (-3,1 %) skončily v mínusu a Velká Británie uzavřela beze změny.

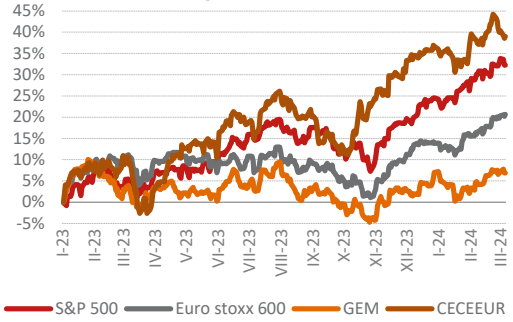
Středoevropský index CECE EUR posílil za únor o 2,6 %, tažen zejména rally v Polsku (+6,1 %). Tam silnou výkonnost zaznamenaly hlavně banky. Pražská burza hlásila přírůstek pouhých 0,3 %, když růst akcií bank, zejména po dobrých výsledcích Komerční banky (+8 %), kompenzovala další prudká ztráta akcií ČEZu (-8 %). V Maďarsku (+3 %) exceloval Magyar Telekom (+7 %), avšak například MOL ztrácel (-0,7 %). V jihovýchodní Evropě trhy rovněž posílily – Slovinsko (+6,2 %) a Srbsko (+5,5 %) výrazněji, Rumunsko (+2,4 %) a Chorvatsko středně (+2,3 %), a Bulharsko (+0,2 %) jen nepatrně. Index světových rozvíjejících se trhů v únoru mírně získal (+4,6 %) po lednové ztrátě. Růstům tentokrát vévodila Čína, která si po dvou měsících ztrát připsala 9,4 %. Pomohly silné spotřebitelské výdaje během oslav čínského Nového roku, stimulační balíček vlády, výraznější než očekávané snížení úrokové sazby a injekce likvidity z bankovního systému. Nezaostával ani Hong Kong (+6,6 %) či Jižní Korea (+5,8 %), avšak předběhlo je Turecko (+8,2 %). Mezi ztrátovými trhy zmiňme Jihoafrickou republiku (-2,7 %) a Latinskou Ameriku (-0,5 %).

Výkonnost akcií v únoru 2024

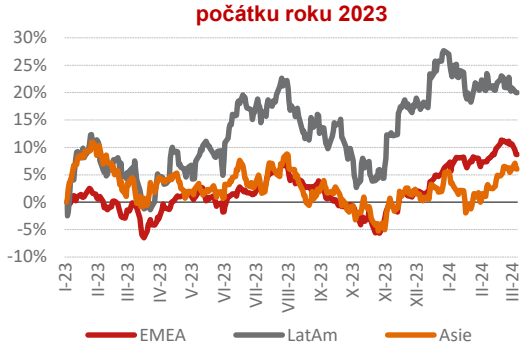
Záp. Evropa		CEE		SEE, Turecko		Globální	
Německo	4,6%	Česká republika	0,3%	Chorvatsko	2,3%	S&P 500	5,2%
Francie	3,5%	Polsko	6,1%	Srbsko	5,5%	Stoxx Europe 600	1,8%
Velká Británie	0,0%	Maďarsko	3,0%	Bulharsko	0,2%	MSCI Emerging markets	4,6%
Itálie	6,0%	Rumunsko	2,4%	Slovinsko	6,2%	CECEEUR	2,6%
Španělsko	-0,8%	Rakousko	-3,1%	Turecko	8,2%	Čína	9,4%

Zdroj: Bloomberg

Relativní vývoj hlavních akciových indexů od počátku roku 2023



Relativní vývoj hlavních EM indexů od počátku roku 2023

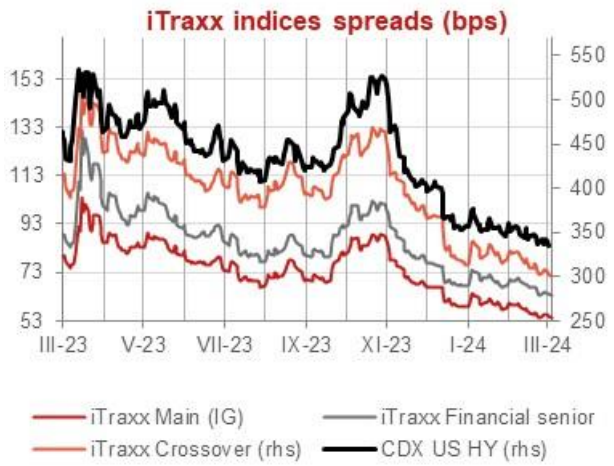


OPTIMISMUS NA KREDITNÍCH TRZÍCH POKRAČUJE

Pozitivní sentiment na kreditních trzích přetrval i v únoru. Kreditní spready se utahovaly, přestože inflace ustupuje pomalu a centrální banky tlumily vysoká očekávání ohledně brzkého snižování úrokových sazeb. Ekonomická data a výsledky firem a bank za 4. čtvrtletí byly dobré a akciové trhy rostly. Banky jsou fundamentálně zdravé, i když lze čekat pokles profitability a distribuce akcionářům se zvyšují.

Defaultní míry ještě pravděpodobně několik měsíců porostou, v průběhu roku by ale mělo dojít k jejich stabilizaci. Navzdory optimistickým očekáváním firmy i nadále čelí nízkému ekonomickému růstu a vysokým úrokovým sazbám. Fundamenty společností v rámci investičního spektra by měly zůstat relativně odolné, zranitelné zůstávají společnosti s nízkou kreditní kvalitou. Rizikem je výraznější zpomalení ekonomiky a geopolitické události.

Spready kreditních indexů se v únoru dále utáhly. Spread indexu iTraxx main, který zahrnuje eurové dluhopisy s investičním ratingem, se v únoru snížil o 5 bodů, podobně jako spread indexu finančního sektoru iTraxx Financial senior (-4 body). Spread indexu iTraxx Crossover, který zahrnuje eurové dluhopisy s neinvestičním ratingem (high yield), poklesl o 20 bodů. Spread dolarového high yield indexu se snížil o 21 bodů. Velmi dobře performovaly také dluhopisy společností z rozvíjejících se zemí. Spread JP Morgan indexu, zahrnující dluhopisy společností z rozvíjejících se zemí s neinvestičním ratingem, se snížil o 35 bodů a spread stejného indexu obsahující dluhopisy s investičním ratingem poklesl o 21 bodů.



KONTAKTY

Jáč Radomír	Chief Economist	radomir.jac@generali.com
Hlaváčová Dagmar	Credit Analyst	dagmar.hlavacova@generali.com
Keřková Ludmila	Senior Credit Analyst	ludmila.kerkova@generali.com
Pohl Martin	Portfolio Manager	martin.pohl@generali.com
Saller Andriy	Equity Strategist	andriy.saller@generali.com

Disclaimer

Generali Investments CEE, investiční společnost, a.s. (hereinafter the "Company") shall provide all information with due care, but without any guarantee of correctness, completeness and accuracy of the provided data and information.

Descriptions, evaluations and conclusions (hereinafter "Statements") provided in the form of miscellaneous texts reflect the opinions of the author of the respective text and apply to the time of their creation. Statements presented in these texts may not be always up-to-date or the author may modify them later, e.g. in case of change in external factors, but without modifying the original text. Statements may change without prior notice by the author or the Company.

All provided historical data shall have only limited informative value and the future condition cannot be inferred from historical values.

All information is provided exclusively for the purposes of information and cannot be considered as advertising, recommendation or any other type of consultancy in the field of financial, investment, legal or tax issues. Statements provided by the Company shall not be used as the basis for any conduct or decisions and do not constitute any offer or encouragement for trade in any financial instruments. Statements do not reflect the statement addressee's specific and unique situation. At the same time, Statements are not intended as a brokerage service to conclude trades in any financial instruments or for brokering services of any nature.

The authors of the individual texts are the Company's employees and no part of the rewards given to such employees has been and will be directly or indirectly associated with specific Statements. If the Czech National Bank (which supervises over the Company) or another domestic or foreign administrative authority or institution supervising over the financial market is mentioned in the text, this mention cannot be construed as if the institutions guarantee revenues from the financial instruments or investment services specified in the text or recommend such instruments or services.

The Company and/or companies that form a group with the Company, its executive bodies, management and employees may have interests associated with financial instruments to which the information presented in the provided texts is related and with associated Statements.

Persons who come into contact with texts containing Statements should seek proper information on the existence of limited distribution of such texts due to different legal environments in individual countries of the world and should be aware that failure to comply with any such limitation could result in a breach of the laws of the respective country.

This document (and its annexes) is intended exclusively for its addressee(s) and may contain proprietary and/or confidential information. Distribution, disclosure or any other unauthorized handling with this document is prohibited. If you receive it by mistake, delete it and inform the sender immediately.