



ČP INVEST investiční společnost, a.s.

PROSINEC 2011

## Analýza vývoje ekonomik a finančních trhů

9.12. 2011	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

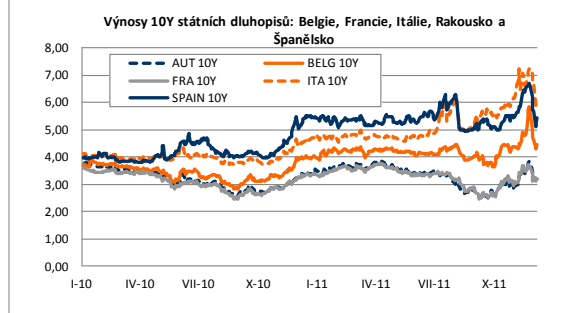
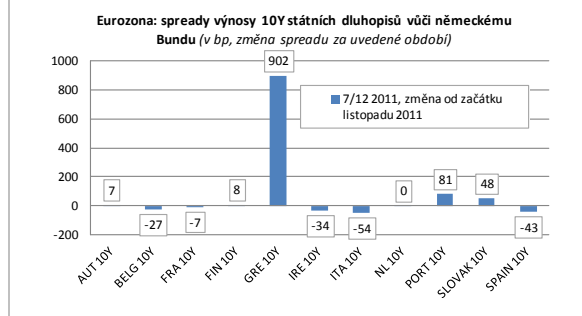
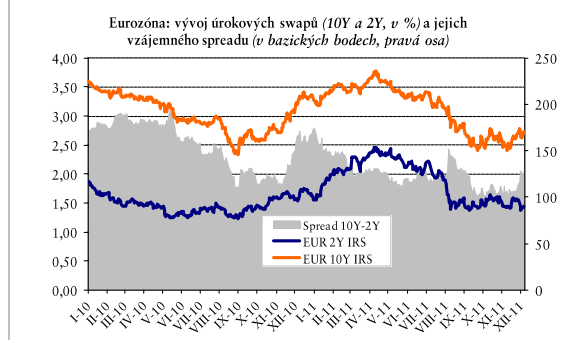
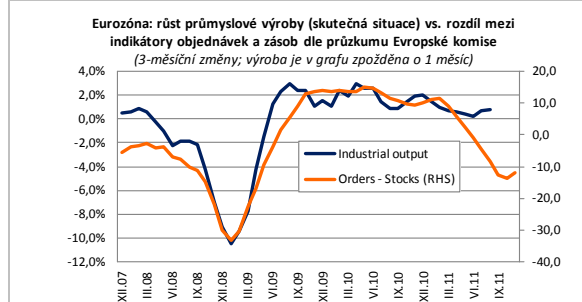
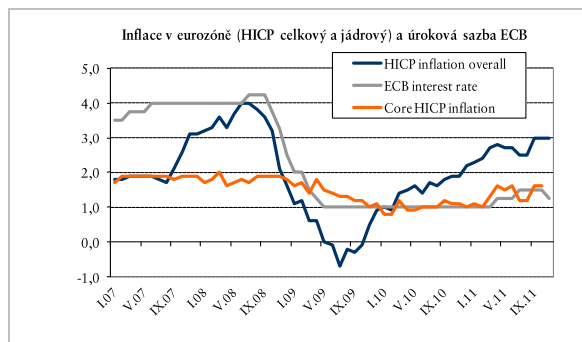
## Vývoj finančních trhů v listopadu 2011 a výhled na další měsíce

Eurozóna: Pozornost trhů se nadále upírá k řešení dluhové krize eurozóny. ECB na svém prosincovém zasedání dále snížila své úroky. Inflace v listopadu zůstala na úrovni 3,0 %, dále by již ale měla klesat. Pozitivní detaily v konjunkturálním průzkumu Evropské komise.

Summit EU, jenž probíhá v těchto dnech (8. - 9. 12.) má za cíl posunout eurozónu blíže k fiskální unii a přijmout opatření s cílem dostat vývoj dluhové krize pod kontrolu a stabilizovat tak situaci na finančních trzích a následně také v ekonomice. Dluhová krize má negativní dopad na chování podnikové sféry a HDP eurozóny má nakročeno k mezikvartálnímu poklesu ve 4Q 2011 a 1Q 2012. ECB na svém prosincovém zasedání (8. 12.) snížila úroky o 25bp, refinanční sazbu na 1,00 %, v souladu s očekáváním, snížila povinné rezervy a dále rozšířila využití svých nestandardních nástrojů. Nadále ale zůstává rezervovaná k myšlence většího objemu nákupů státních dluhopisů či ohledně spolupráce s IMF na toto téma, což je pro trh zklamáním.

V těchto dnech (8.-9. prosince) probíhá summit EU, jehož cílem je posunout eurozónu (a v ideálním případě celou EU) blíže k fiskální unii. V případě eurozóny je dle našeho názoru směřování k fiskální unii nutnou podmínkou pro přežití eurozóny ve střednědobém horizontu. Dle aktuálních zpráv se rýsuje mezivládní dohoda 17 členských zemí EMU, zatímco ze států mimo euro se k dohodě připojují jen některé: jistě to nebudou Velká Británie a Maďarsko, pozice ČR zatím není jasná (bude konzultována s parlamentem). Dosavadní výstupy summitu (mezivládní dohoda) zahrnují přísnější limity pro maximální přípustný rozpočtový schodek (nová rozpočtová pravidla se stanou součástí národní legislativy, sankce ze strany EU za jejich porušování budou mít automatictější charakter), permanentní fond ESM (Evropský stabilizační mechanismus) začne fungovat od poloviny r. 2012, tj. o rok dříve než bylo dohodnuto původně a rozhodování bude na základě kvalifikované většiny 85 %, tj. nikoliv jednomyslné (toto ještě musí být schváleno ze strany Finska). Dále, státy EU by měly dát IMF k dispozici 200 mld. EUR, nejspíše formou bilaterálních půjček: toto by mělo být potvrzeno během následujících 10 dní. V tuto chvíli trhy vyčkávají na další detaily s tím, jak summit EU stále probíhá, reakce trhu proto zatím není nijak výrazná, úspěch či neúspěch summitu EU, resp. přesvědčivost jeho výsledků, ale bude pro vývoj finančních trhů v dalších týdnech a pro vývoj ekonomiky v dalších měsících klíčová.

ECB na svém prosincovém zasedání v souladu s očekáváním snížila sazby o 25bp, hlavní refinanční sazbu na 1,00 %. Dále snížila sazbu povinných rezerv ze 2 na 1 % a zároveň politiku změkčila i skrze své nestandardní nástroje: maturitu svých dlouhodobých refinančních operací prodloužila z dosavadního maxima 1 roku na 3 roky (s možností úvěr po jednom roce splatit), dále rozšířila (tj. uvolnila) podmínky pro kolaterál pro operace s bankami. Zároveň ale ECB zůstává vlná k výzvám, aby výrazněji navýšila objem



nákupů státních dluhopisů eurozóny v rámci svého SMP programu a Draghi na prosincové tiskové konferenci řekl, že pokud by ECB půjčila prostředky IMF se záměrem, aby IMF nakupoval vládní dluhopisy zemí eurozóny, bylo by to proti duchu smlouvy o ECB. Tento Draghiho výrok byl pro trhy zklamáním s negativním dopadem na riziková aktiva, zatímco bezrizikové výnosy v reakci poklesly.

ECB též zveřejnila novou kvartální makro prognózu, jež je shrnuta v příložené tabulce a okomentována níže v rámci hodnocení vývoje makrodat. Prosincové snížení sazeb nebylo jednomyslné a jakkoliv ECB vnímá rizika výhledu vychýlená směrem ke slabšímu růstu HDP (zatímco výhled inflačních rizik je vyrovnaný), tak alespoň prozatím nenaznačila záměr úroky dále snižovat. V našem hlavním scénáři předpokládáme stabilitu sazeb (refinanční sazba na 1,00 %) až do konce roku 2012, riziko je ale vychýleno směrem k dalšímu poklesu úroků ECB.

ECB - Quarterly Macro Forecast (Dec. 2011 vs. Sept. 2011)						
	2010 (act)	2011 (new/old)	2012 (new/old)			2013
HICP (Total)	1,6	2,6 (2,6)	2,0 (1,7)			1,5
GDP TOTAL	1,7	1,6 (1,6)	0,3 (1,3)			1,3
C	0,8	0,4 (0,5)	0,1 (0,8)			0,9
G	0,6	0,1 (0,3)	0,1 (-0,1)			0,5
GFCC	-0,9	2,0 (2,9)	0,1 (3,1)			1,9
X	11,1	6,3 (7,0)	3,2 (6,0)			5,5
M	9,3	4,7 (6,0)	2,3 (5,6)			4,9

*C* ~ household consumption; *G* ~ government consumption;

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

Co se týče makro dat, tak indikátory byznys sentimentu v čele s PMI za říjen a listopad a stejně tak první říjnová data o průmyslové výrobě podporují očekávání, že HDP eurozóny vykáže ve 4Q 2011 mezikvartální pokles a další pokles bude pravděpodobně následovat v 1Q 2012, tj. ekonomika eurozóny přechodně upadne do recese. Kompozitní PMI indikátor indikuje možnost poklesu HDP ve 4Q 2011 až o -0,6 % q/q, my pracujeme s odhadem -0,3 %. Zároveň ale měsíční průzkum Evropské komise (Economic Confidence) ukazuje, že by v průmyslu (a obdobně také v ekonomice jako celku) mohlo tempo poklesu v průběhu 1Q 2012 začít zpomalovat. Konkrétně jde o signál z vývoje vztahu mezi novými objednávkami a zásobami v průmyslu, což je historicky spolehlivý signál, měl by ale být potvrzen i v dalších měsících, aby se potvrdilo, že nejde jen o pověstnou „první vláštovku, jež nedělá jaro“. Každopádně: i v případě pozitivního obratu trajektorie by po propadu ve 4Q 2011 pokles ekonomické aktivity pokračoval i v prvních měsících roku 2012, pouze mírnějším tempem, a v těchto intencích je uvedený signál z průzkumu EK třeba interpretovat. Momentálně pracujeme s předpokladem poklesu HDP EMU v 1Q 2012 o -0,1 % q/q. Pro celý rok 2011 čekáme růst HDP 1,6 až 1,7%, v roce 2012 by měl růst zpomalit na 0,5 % (po slabém začátku by se měl mírný růst HDP během roku 2012 obnovit), pro rok 2013 očekáváme růst HDP eurozóny v rozsahu 1,4 %.

Inflace (HICP) zůstala v říjnu třetí měsíc v řadě na úrovni 3,0 %, počínaje prosincem by ale dle našeho názoru měla začít postupně klesat. Pod úroveň 2,0 % se ale dostane nejdříve ve 2Q 2012, spíše ale až ve 3Q 2012. Určitou rigiditu čekáme u jádrové inflace (typicky opožděná reakce na vývoj hospodářského cyklu), pro-inflačním rizikem je také vývoj nepřímých daní (v návaznosti na potřebu zlepšit fiskál), naopak ceny potravin a ropy by přinejmenším v 1H 2012 měly působit disinflačně. Za celý rok 2012 odhadujeme průměrnou inflaci na 2,0 % po úrovni 2,7 % v roce letošním. Obdobně ve své čerstvé prognóze vidí inflaci i ECB, v jejím případě byl odhad na rok 2012 zvýšen na ona 2,0 % z dosud očekávaných 1,7%. Pro rok 2013 ECB očekává inflaci na úrovni 1,5 %, náš odhad činí 1,9 %.

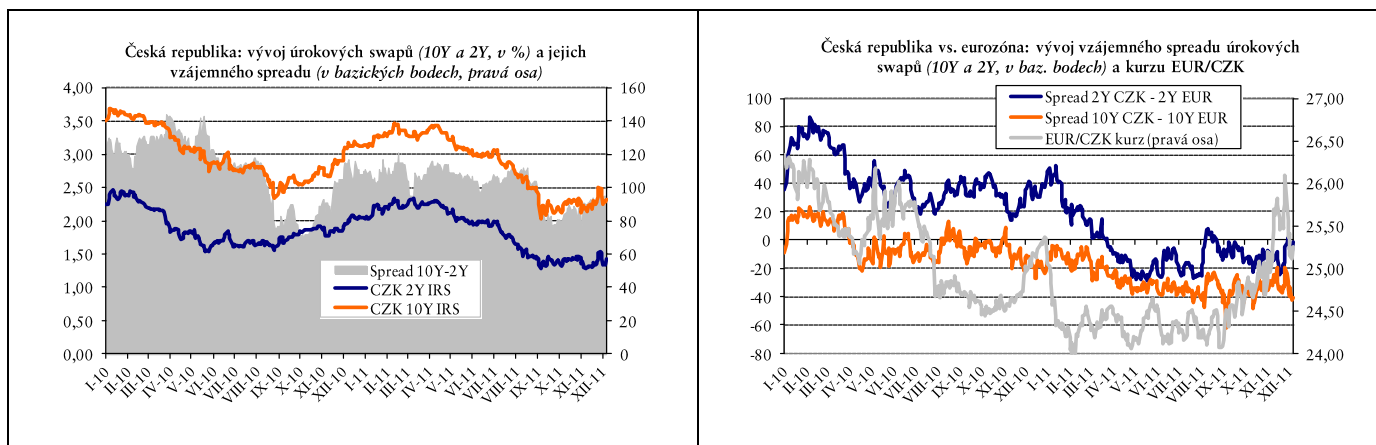
Eurová úroková swapová křivka od počátku listopadu poměrně výrazně steepovala, což bylo dáno kombinací očekávání dalšího uvolňování měnové politiky ECB (konvenční i nekonvenční cestou), což je faktor tlačící kratší úroky k poklesu, a spekulací na to, že prosincový summit EU přinese pokrok v řešení krize eurozóny – což vedlo k růstu delších úrokových swapů. Celkově tak od počátku listopadu 10Y EUR swap k 6. prosinci vzrostl o 27bp nad úroveň 2,70 %, 2Y EUR swap naopak klesl o 2bp, pod 1,45 %. Sklon křivky (10Y/2Y spread) vzrostl o 28bp, mírně pod úroveň 130bp. Směr pohybu úrokových swapů na obou koncích křivky, a tedy i steepening křivky, byly v souladu s naším očekáváním. V situaci, kdy ECB změkčuje svou měnovou politiku, lze na základě historických zkušeností čekat pokles kratších výnosů i v dalších měsících. Pro vývoj na delších splatnostech bude důležité vyznění prosincového summitu EU, resp. reakce trhu na výstupy prosincového summitu. Budou-li vnímány výsledky summitu jako důvěryhodný posun v řešení krize, měly by bezrizikové výnosy růst, což by mělo být patrné právě na delších splatnostech. Naopak, skončí-li summit neúspěchem, delší bezrizikové výnosy by měly klesnout, avšak v takovém případě by se dále velmi zhoršila důvěra v ekonomiku eurozóny a ECB by pravděpodobně dále uvolnila svou politiku, což by vedlo k poklesu úrokových swapů i na kratších splatnostech. Steepening eurové křivky by tak mohl pokračovat i v dalších týdnech, a to prakticky v obou variantách dopadu summitu EU, pravděpodobně ale s menší razancí, než tomu bylo v listopadu. Z výše uvedených variant pro vývoj delších výnosů přisuzujeme větší pravděpodobnost variantě mírného růstu těchto výnosů, nicméně ani opačnou variantu nelze vyloučit, neboť vývoj bude skutečně výrazně ovlivněn výsledkem prosincového summitu EU.

ČR: Výhled pro úrokové sazby ČNB zůstává neutrální; HDP ČR bude v 1H 2012 meziročně stagnovat anebo vykáže mírný pokles.

Listopad byl ve znamení výrazného oslabení koruny a následně jejího posílení téměř zpět na výchozí úroveň v oblasti 25,20/EUR, když volatilita byla dána vývojem v eurozóně. Zároveň jsou ale data přicházející z české ekonomiky v souladu se scénářem zpomalení růstu exportů a průmyslové výroby v reakci na zhoršení situace na hlavních exportních trzích, tj. v eurozóně, což samo o sobě koruně také nedodává pozitivní impulsy. Ve 3Q 2011 česká ekonomika mírně klesla (HDP: -0,1 % q/q) a výsledek blízký mezikvartální stagnaci čekáme i pro 4Q 2011. Meziroční růst HDP ve 3Q 2011 klesl ze 2,0 na 1,2% y/y, pro 1Q a 2Q 2012 čekáme meziroční stagnaci či mírný pokles HDP České republiky. Inflace v říjnu vzrostla na 2,3 % a v listopadu dále na 2,5 %, nad odhad ČNB, poptávkové tlaky ale zůstávají utlumené. I nadále tak čekáváme stabilitu úroků ČNB na stávající úrovni 0,75 % přinejmenším do počátku roku 2013.

Mínulý měsíc jsme zde analyzovali tehdy čerstvou kvartální makroprognózu ČNB s tím, že samotná bankovní rada preferuje alternativní scénář prognózy, jenž ve srovnání se základním scénářem počítá se slabším výkonem české ekonomiky, relativně slabší korunou a v důsledku výsledných inflačních tlaků se stabilitou úrokových sazeb na stávající úrovni 0,75 % po celý r. 2012 (zatímco centrální scénář prognózy ČNB implikuje snížení úroků o 25bp již ve 4Q 2011). Vývoj za uplynulé týdny skutečně vyznívá ve prospěch alternativního scénáře, když nervozita ohledně situace v eurozóně vytlačila korunu v průběhu listopadu až nad 26,00/EUR a jakkoliv se následně koruna vrátila takřka na své výchozí úroveň, do oblasti 25,25/EUR, tak zůstává slabší oproti úrovním, jež pro 4Q 2011 předpokládal centrální scénář ČNB (24,80/EUR; pro 1Q 2012 pak 23,72/EUR): skutečný průměr od počátku 4Q 2011 činí 25,18/EUR a kurzový vývoj se tak blíží trajektorii alternativního scénáře a může být i o něco slabší, než s čím počítá samotný alternativní scénář (ten kurz pro 1Q 2012 vidí na cca 24,40/EUR). Inflace v říjnu vzrostla z 1,8 na 2,3%, když odhad ČNB činil 2,1 %. Dle centrální banky je za vyšší inflací mj. i slabší koruna. V r. 2012 se inflace zejména díky změně sazby DPH podívá až nad 3,0 %, nicméně půjde jen o dočasný výkyv: domácí poptávka zůstane slabá a ČNB nebude muset svou politiku zpřísnit. Stabilita úroků ČNB přinejmenším do počátku r. 2013 zůstává naším hlavním scénářem, případné riziko tohoto scénáře je vzhledem k nejistotám ohledně vývoje v eurozóně vychýleno ke snížení sazeb v 1H 2012.

Za období od počátku listopadu korunová swapová křivka steepovala, oproti svému eurovému protějšku ale zaznamenala nárůst úroků i na kratších splatnostech (vliv slabší koruny) a na delších splatnostech byl růst úroků naopak mírnější než u eura. Celkově 2Y CZK swap vzrostl o 6bp nad úroveň 1,40% a 10Y CZK swap šel nahoru o 21bp, nad 2,30%. Sklon korunové křivky (10Y/2Y spread) tak vzrostl ze 75 na 90bp. Vůči svým eurovým protějškům tak korunové swapy zúžily negativní spread na kratších splatnostech (2Y CZK-EUR negativní spread se zúžil z -9 na -2bp), zatímco 10Y spread negativní spread se rozšířil z -35 na -41bp. Koruna byla vůči euru volatilní, tažená nejistotou ohledně vývoje v eurozóně: z 25,20/EUR na počátku listopadu oslabila v průběhu měsíce až na 26,10/EUR, k 6. prosinci se ale nacházela v oblasti 25,25/EUR. I nadále očekáváme, že v dalších týdnech a měsících převáží tendence koruny k posílení, koncem letošního roku by mohla posílit mírně pod úroveň 25,00/EUR, v samotném listopadu se ale naplnilo námi zmiňované riziko setrvání koruny na slabších úrovních a i nadále bude vývoj tažen především situací v eurozóně. Posílení koruny, byť pozvolnější než jsme čekali původně, by nicméně bylo konzistentní s naším hlavním scénářem vývoje v eurozóně a tamních bezrizikových výnosů. Steepeningem by v tomto scénáři měla projít i korunová křivka a na kratších splatnostech by mohlo dojít k poklesu výnosů i v jejím případě.



### Akciové trhy: mírná listopadová korekce po výrazném růstu v říjnu

Akciové trhy v listopadu mírně zkorigovaly svoje říjnové zisky a lehce poklesly. Globální akciový index ztratil 2,7 % a dolů byl tažen zejména akciemi na rozvíjejících se trzích (-6,7 %). Ty tak opět potvrdily svoji vyšší betu (v říjnu při růstu trhů měly nejvyšší zisky, nyní při poklesu naopak nejvyšší ztráty). Americké akcie se držely opět relativně nejlépe. Index S&P500 poklesl v listopadu jen o 0,5 % a od začátku roku si tak uchovává i nadále výrazně lepší performanci (-0,8 %) oproti západní Evropě (-17,4 %) i globálním emerging markets (-19,4 %).

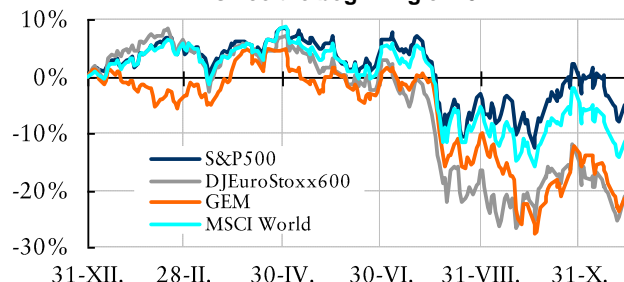
Trhy byly opět ovlivňovány zejména politickými událostmi a dohodami respektive nedohodami na summitech představitelů Evropské unie, zatímco makroekonomická data stála opět spíše v pozadí. Nicméně, data v USA přinesla i v listopadu spíše pozitivní překvapení a US Citi surprise index, který měří relativní míru překvapení US makrodat optikou měnových trhů, vzrostl na nejvyšší hodnoty od března letošního roku. Obzvláště pozorně sledované maloobchodní prodeje na tzv. Black Friday, považované za zahájení sezony vánočních nákupů, překvapily pozitivně.

Na druhou stranu ekonomická data ze západní Evropy v listopadu potvrdila, že Evropa s největší pravděpodobností směřuje do recese (pokud v ní tedy již není). Negativní náladě na trzích pak přispěly i spekulace o možném snížení ratingu hlavních evropských bank.

V rámci globálních emerging markets se dařilo především regionu EMEA, který poklesl jen o 2,2 %, zatímco např. Latinská Amerika ztratila 6,2 % a Asie dokonce 8,5 %. Zejména v spoledních měsících je ovšem i v rámci emerging markets vidět velmi vysoká korelace jednotlivých regionů.

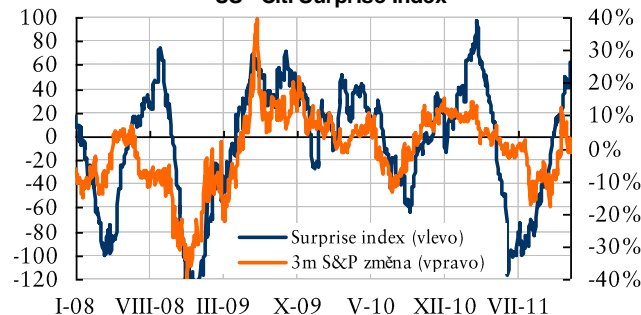
Ve střední Evropě ztratil nejvíce český PX index (-5,5 %), přičemž dolů byl tažen zejména bankovními tituly. Erste Bank jen v listopadu ztratila víc jak 16 % (vyjádřeno v CZK) a Komerční banka -10 %. Naopak typické defenzivní tituly byly opět relativními vítězi a např. akcie polského, českého i maďarského telekomu v listopadu bez výjimky posílily.

Relative development of the main stock indexes since the beginning of 2011

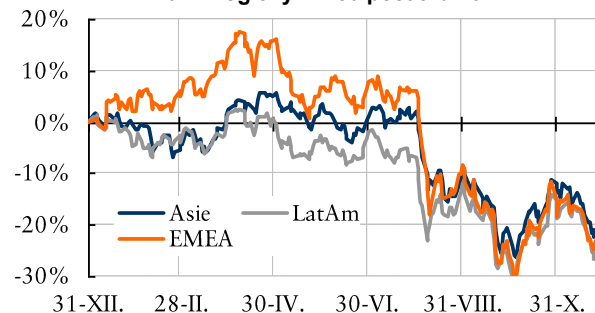


Source: Bloomberg, GPPF AM

US - Citi Surprise Index

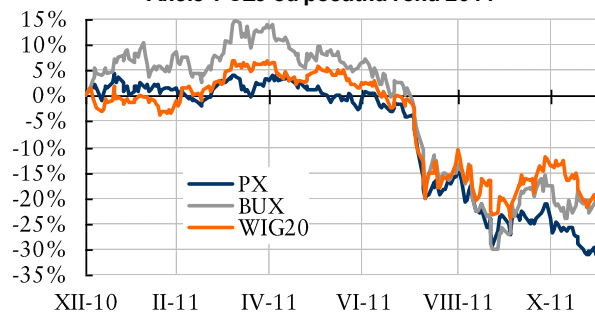


Hlavní regiony EM od počátku 2011



Source: Bloomberg, GPPF AM

Akcie v CE3 od počátku roku 2011



Zdroj: Bloomberg, GPPF AM



**Kreditní trhy: V listopadu pokračovalo hledání východisek z dluhové krize, další posun by mohl přinést summit EU**

V listopadu byla pozornost investorů soustředěna na další vývoj situace v Evropě. V Řecku i Itálii měly události obdobný průběh – po rezignacích premiérů byly ustaveny prozatímní vlády v čele s respektovanými ekonomy, které by měly stabilizovat situaci a dovést obě země k předčasným volbám. Ke změnám došlo i ve Španělsku, kde ve volbách přesvědčivě zvítězila lidová strana. Jádrové země eurozóny pokračovaly v hledání řešení dluhové krize. Neshody se týkaly především hlubší fiskální integrace, zavedení eurobondů a s tím spojených změn v evropských smlouvách. Nejasná zůstávala i role ECB při dalších nákupech státních dluhopisů.

Spread hlavního evropského kreditního indexu se v listopadu roztáhl o 60bp a dostal se tak na nejvyšší hodnoty od začátku roku. Underperfoval hlavně sektor financials, který zaznamenal roztažení o 91bp (banky +96bp a pojišťovny +104bp). Mezi non-financials si nejhůře vedlo stavebnictví (+57bp) a sektor základních zdrojů (+49bp). Total return hlavního indexu činil v listopadu -3,0 % (financials -4,7 %, non-financials -1,6 %).

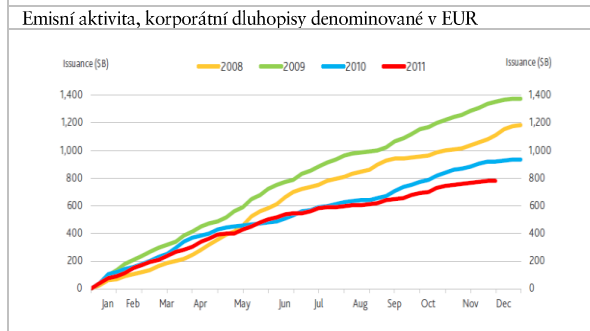
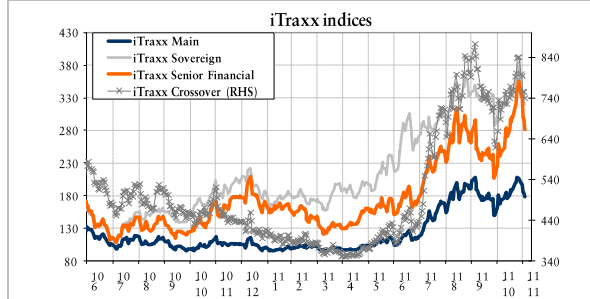
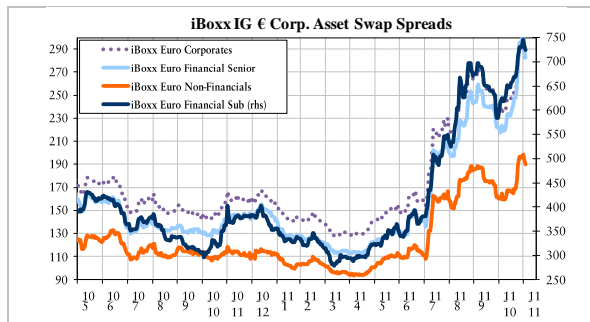
Hlavní iTraxx index roztáhl spread o 23b. Finanční sektor opět underperfoval, kdy senior financial zvýšil spread o 74b. iTraxx crossover se v listopadu roztáhl o 98b.

**Nové úpisy a poptávka po kreditu**

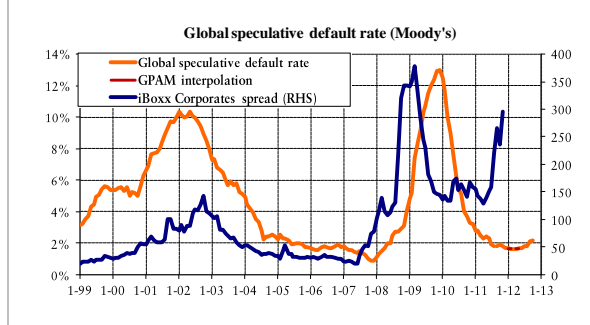
Růst spreadů na kreditních trzích se negativně odrazil na listopadové emisní aktivitě. Počet nových úpisů zaostal za předchozím měsícem a zůstal hluboko pod průměrem od začátku roku. I nadále pokračovaly přítoky do dluhopisových fondů, ke změně flow došlo až na přelomu listopadu a prosince. Po vysokých přítocích do high-yield fondů ze začátku listopadu došlo k výraznému nárůstu aktiv u fondů v USA. S vzestupem rizikové averze u investorů začalo postupně docházet k odtokům z fondů emerging markets, high-yield i fondů ze západní Evropy.

**Krátkodobý výhled**

Trhy budou nadále velmi silně reagovat na rozhodnutí autorit (čehož jsme byli svědky na přelomu listopadu a prosince při koordinovaném snížení sazeb dolarového financování světovými centrálními bankami). V prosinci bude klíčovou událostí summit EU v Bruselu, kde by měly být představeny konkrétní kroky pro řešení současné dluhové krize eurozóny. Nepřesvědčivé výsledky summitu však představují výrazné riziko. Náš výhled na kredit v prosinci je tak neutrální.



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.*