

Zlato long

Investice do bezpečí

Boris Tomčiak, analytik
tomciak@colosseum.cz
13.08.2009



Souhrn

Zlato v uplynulých dvou letech ukázalo, že v období hospodářské nestability a hrozící vysoké inflace je jednou z mála investic vhodných pro bezpečné uložení peněz. Díky této vlastnosti je výborným nástrojem pro dlouhodobou diverzifikaci portfolia. V současnosti se zdá, že globální ekonomická krize se již pomalu zmiřňuje. Proto je na místě otázka, zda-li je zlato pořád vhodným kandidátem na uložení kapitálu. My se domníváme, že ano. Největší podporou pro cenu zlata je obrovská emise nových peněz do oběhu. Nadměrná likvidita může v budoucnu způsobit nejenom nadprůměrnou inflaci, ale i vznik nových bublin cen aktiv. Silným tahounem ceny je v tomto roce obrovská investiční poptávka. Mezi další pozitivní dlouhodobé faktory zařazujeme pokles těžby a znehodnocování amerického dolaru. Slibně vypadá i vytváření technické formace „obrácená hlava a ramena“. Při překonání rezistence na 1000 USD by mohlo nastat prudké zvýšení ceny. Podle naší fundamentální i technické analýzy by cena zlata měla v následujících 3 až 6 měsících vzrůst ze současné úrovně 948 USD na 1200 USD/oz.

Graf č. 1: Dlouhodobý cenový vývoj zlata v USD/oz, zdroj: CSI

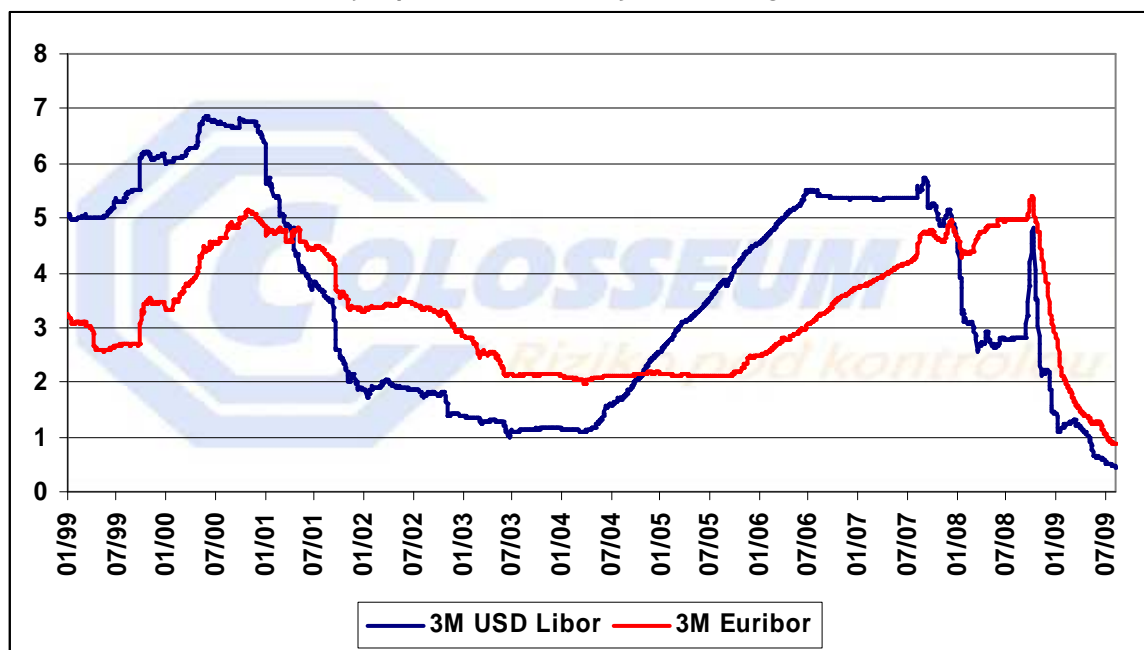


Hlavní důvody pro růst ceny zlata

1. Inflační politika

Centrální banky a vlády momentálně bojují s recesí a snaží se co nejrychleji obnovit ekonomický růst. Do finančního systému směřují obrovské objemy likvidních prostředků. Hlavní úrokové sazby byly v řadě zemí sníženy na historická minima. V USA a Velké Británii poklesly prakticky na nulu, v eurozóně byly zredukovány na 1 procento. Mimo snižování sazeb se monetární autority angažují také v extrémním půjčování peněz finančním institucím. Nebojí se používat ani netradiční nástroje měnové politiky. Mezi nimi vyčnívá nakupování vládních dluhopisů od bank. Takto nepřímou poskytnou prostředky rychle se zadlužujícím státům. FED, centrální banka Spojených států, se zavázal odkoupit od bank vládní dluhopisy v objemu 300 miliard dolarů. Bank of England na počátku srpna rozhodla o zvýšení objemu prostředků určených na nákup britských vládních dluhopisů o 50 miliard na 175 miliard liber. Evropská centrální banka koncem června poskytla bankám v regionu roční úvěr v objemu 442 miliard EUR za úrokovou míru 1 procento. Její snahou je zvýšit likviditu. Pravdou však je, že likvidních prostředků je na trhu dostatek a mezibankovní úrokové sazby jsou na historických minimech. Tříměsíční Euribor, který vyjadřuje cenu mezibankovních půjček na tři měsíce v Evropě, propadl na 0,88%. Obdobný vývoj zaznamenal tříměsíční USD Libor, který vyjadřuje cenu dolarových mezibankovních půjček v Londýně. Ten poklesl na 0,45%. Už i bývalý guvernér FEDu Alan Greenspan prohlásil, že současná extrémně expanzivní monetární politika může po odeznění recese způsobit prudký růst cen. Příčinou bude pravděpodobně pomalá reakce centrálních bank a pozdní stažení nadměrné likvidity z finančního systému.

Graf č. 2: Mezibankovní sazby v procentech, zdroj: Bloomberg



2. Konec tištění peněz je v nedohlednu

Měnovou politiku určují lidé, kteří mají určité ekonomické představy. V současnosti stojí v čele nejvýznamnějších centrálních bank ekonomové s téměř panickým strachem z deflace. Za žádnou cenu nechtějí dopustit pokles cen, protože se obávají deflační spirály. Jsou přesvědčeni o tom, že rozsáhlá deflace byla v 30. letech minulého století jednou z příčin vzniku Velké hospodářské deprese. Jedním z velkých stoupců protideflačních teorií je i současný šéf FEDu Ben Bernanke. Ten ve svých akademických článcích obhajuje tištění peněz. Na druhé straně však přiznává, že nadměrná emise peněz podkopává jejich hodnotu. V roce 2002, ještě před tím, než se stal guvernérem FEDu, uvedl v projevu před National Economists Club¹:

¹ Plný text: <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021121/default.htm>

„K závěru, že deflace je vždy zvrtná v systému nekrytých peněz, se dá dospět na základě jednoduché ekonomické logiky. Pomůže nám malá paralela: V současnosti stojí unce zlata přibližně 300 USD. Předpokládejme, že moderní alchymista vyřeší svůj nejstarší problém a najde způsob, jak produkovat neomezené množství zlata při minimálních nákladech. Tento vynález je oznámen široké veřejnosti a vědecky ověřen. Alchymista oznámí, že v nejbližších dnech začne s obrovskou výrobou. Co se stane s cenou zlata? Je zřejmé, že potenciálně neomezená nabídka levného zlata by způsobila propad tržní ceny zlata. Dokonce, jest-li je trh se zlatem efektivní, tak jeho cena by propadla ihned po oznámení vynálezu ještě před tím, než alchymista vyrobí a prodá jedinou unci tohoto žlutého kovu.

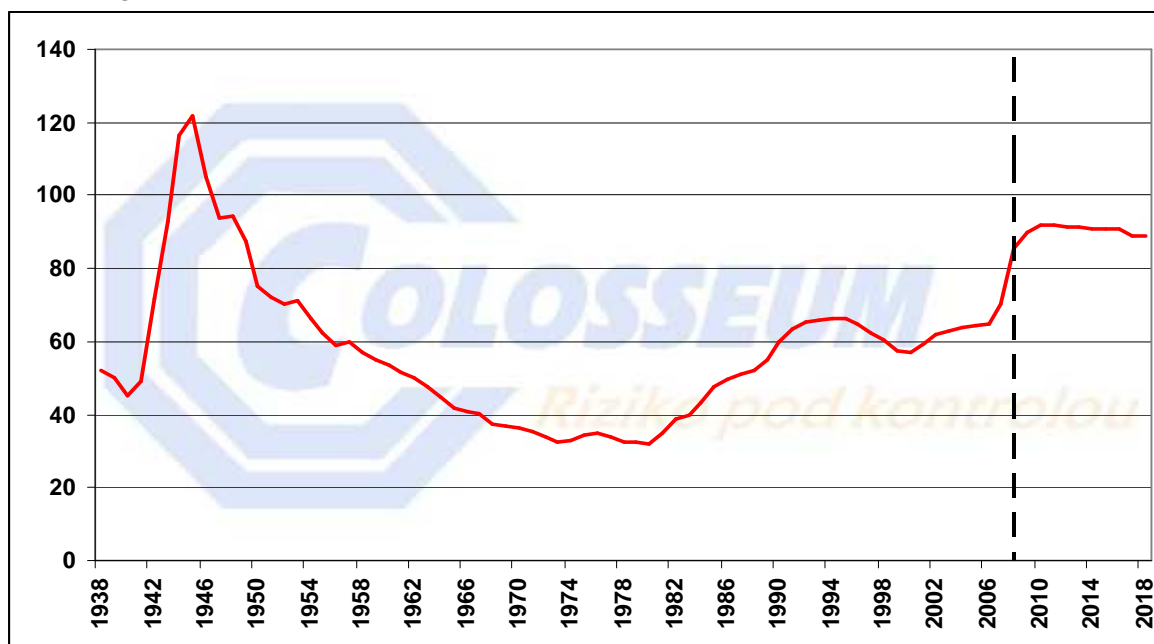
Co to má společného s monetární politikou? Jako zlato i americké dolary mají hodnotu jen proto, že jejich nabídka je striktně omezena. Ale vláda Spojených států má technologii zvanou tiskařský stroj (nebo v současnosti jeho elektronickou verzi), která ji umožňuje produkovat takové množství dolarů, jaké si přeje, při téměř nulových nákladech. Zvýšením objemu dolarů v oběhu, nebo dokonce jenom odůvodněnou hrozbou takovéto akce, může vláda Spojených států snížit také hodnotu dolaru vyjádřenou ve výrobcích a službách, což je ekvivalent ke zvýšení dolarové ceny výrobků a služeb. Závěrem je, že v systému papírových peněz je vláda vždy schopná vytvořit vyšší utrácení a tedy i pozitivní inflaci.“

V roce 2002 zlato definitivně našlo dno a vydalo se na pozoruhodnou vzestupnou dráhu. Bernanke mezitím nastoupil na „trůn“ a své teorie mohl uplatnit v praxi. Za jejich precizní aplikaci si zaslouží pochvalu, zejména od investorů do zlata. Tištění peněz by mělo trvat ještě několik měsíců, protože statistické údaje stále ukazují malou deflaci v USA a slabou spotřebitelskou poptávku.

3. Záchranné akce vlád zvyšují nestabilitu států

Taktéž vlády prosazují neúnosně expanzivní fiskální politiku a peníze rozdávají po desítkách miliard. Svoje opatření odůvodňují snahou o nastartování domácí poptávky. Mnozí ekonomové tyto kroky schvalují, avšak jedním dechem upozorňují na riziko vzniku velkého zadlužení. Rozpočtový výbor Kongresu USA v srpnu vydal zprávu, podle níž dosáhl rozpočtový deficit v prvních 10 měsících 1,3 bilionu dolarů. To je o 880 miliard více než ve stejném období minulého roku. Naposledy byl poměr deficitu k HDP takto vysoko v období druhé světové války. Deficit v dalším roce by podle Výboru měl přesáhnout 1100 miliard USD (8% z HDP), a to jen v případě, že se ekonomika zotaví. Každému je jasné, že zadlužení státu v tomto a příštím roce výrazně poroste. Celkový veřejný dluh Spojených států již v prvním čtvrtletí překonal magickou hranici 11 000 miliard dolarů (75% z HDP) a na počátku srpna se podle předběžných výpočtů nacházel na úrovni 11 600 miliard. Ministerstvo financí již tlačí na Kongres, aby zvýšil zákonný limit z 12 100 miliard. Evropské země na tom nejsou lépe. Velká Británie dokonce dostala varování od ratingové agentury Standard and Poor's, že kvůli extrémnímu zhoršení veřejných financí přijde o nejvyšší rating AAA. Státní zadlužení se tu zvýšilo již na 800 miliard liber, což je přibližně 57 procent z HDP. Ještě ve fiskálním roce 2006/07 to bylo jenom 36 procent.

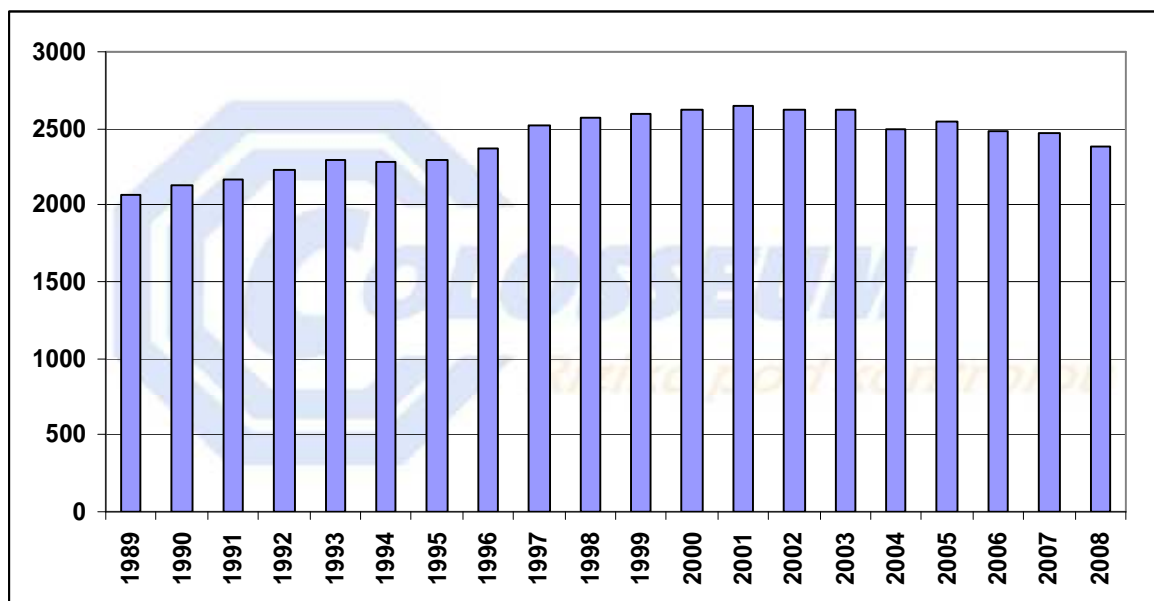
Graf č. 3: Vývoj poměru veřejného dluhu k HDP v USA v procentech a projekce CBO, zdroj: Bloomberg, CBO



4. Snižování produkce

Od roku 2001 celosvětová těžba zlata pomalu klesá, což je způsobeno vytěžením lehce dostupných ložisek. Nejméně příznivá situace je v Jižní Africe, která byla do roku 2007 největším producentem zlata na světě. Kvůli nečekanému propadu výstupu ji ale předběhla Čína, kde se vláda s obrovským nadšením vrhla do rozvoje těžebního průmyslu, a už i Spojené státy. V minulém roce nastal další pokles globální těžby, a to v rozsahu 4 procent. Jižní Afrika i Austrálie zaznamenaly 14 procentní pokles, naopak Čína zvýšila výstup o 3 procenta. Nižší globální těžbu vyvažuje zejména recyklace starého zlata.

Graf č. 4: Globální produkce zlata (v tunách), zdroj: GFMS



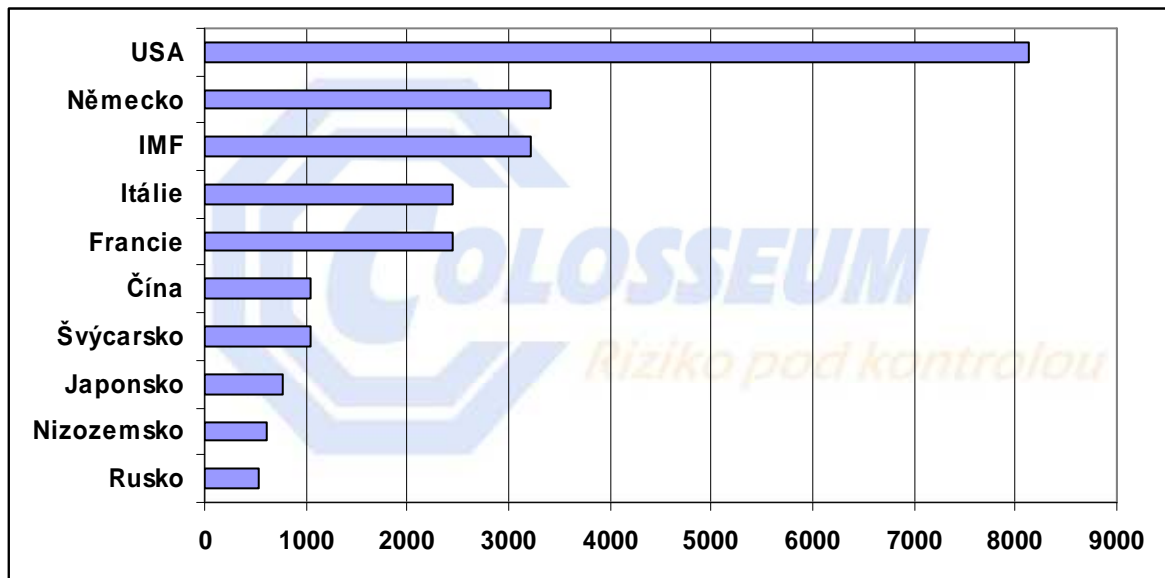
Průměrný obsah zlata v tuně vytěžené horniny byl v roce 2000 přibližně 2 gramy. V minulém roce byla průměrná výnosnost již jenom 1,2 gramu/tunu. Objevy nových nalezišť jsou čím dál menší a podle odhadů samotných těžebních firem se tento nepříznivý trend v nejbližších letech nezmění. Náklady na extrakci komodity také výrazně vzrostly. Podle odhadu US Geological

Survey je v současnosti na otevření podzemního dolu nutná přibližně jedna miliarda dolarů. Před deseti lety stačilo 100 miliónů. Obrovské počáteční náklady neumožňují menším firmám začít podnikat v této oblasti. To dokumentuje i fakt, že v roce 2008 bylo 43% zlata vytěženo největšími firmami. Na přelomu tisíciletí to bylo jenom 20%.

5. Centrální banky nechtějí zlato prodávat

Evropské centrální banky na konci 90. let uzavřely pětiletou smlouvu (označovanou CBGA 1) o limitech prodeje zlata z oficiálních rezerv, která byla později prodloužena o dalších pět let (CBGA 2). V prvním období bez problémů prodaly dohodnutých 2000 tun, avšak ve druhém se již zdráhaly dosáhnout zvýšený limit 500 tun/rok. Především v posledních dvou letech výrazně omezily své prodeje, když minulý rok pustily na trh 358 tun a v tomto roce se zatím zbavily jenom 136 tun. Německá centrální banka uvedla, že „zlato je důležitá složka devizových rezerv, která plní požadavky na bezpečnost a diverzifikaci portfolia“. Na počátku srpna byla přijata nová smlouva CBGA 3, ve které se snížil roční limit oficiálních prodeje z 500 na 400 tun. V tom je již zahrnut i plán Mezinárodního měnového fondu prodat 403 tun. Zákulisní informace říkají, že toto zlato neskončí na trhu, ale že jej do svých devizových rezerv odkoupí Čína a Indie. Takto chtějí diverzifikovat mimo americký dolar.

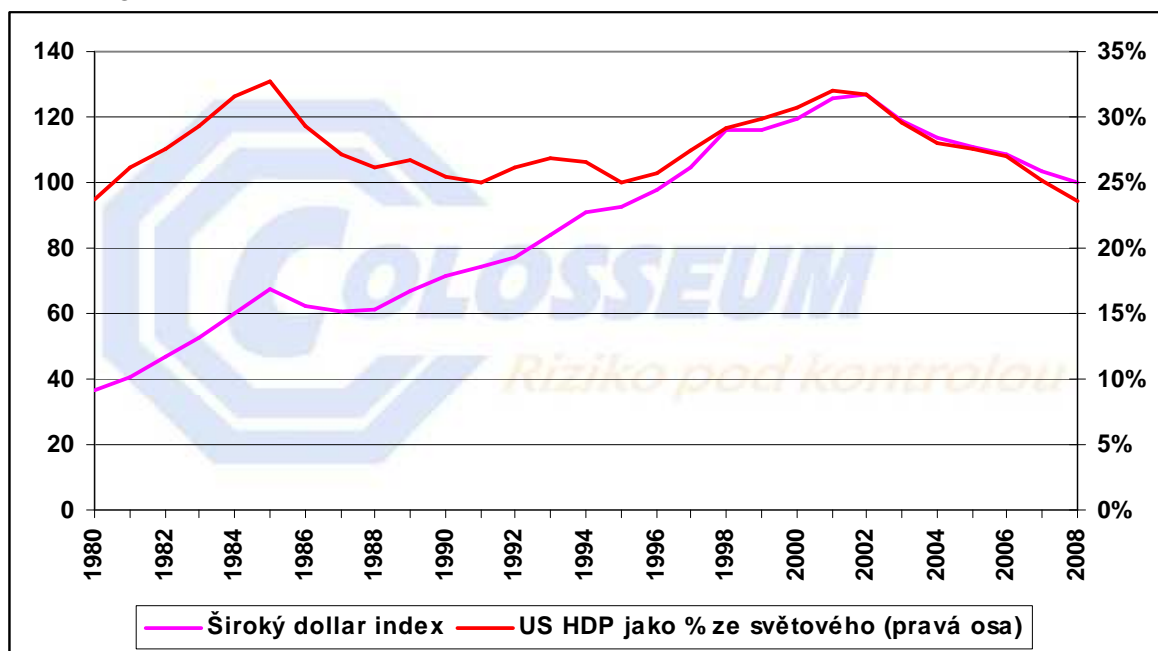
Graf č. 5: Státy s největšími zlatými oficiálními rezervami (v tunách), zdroj: GFMS



6. Výhled pro americký dolar je nepříznivý

Americký dolar je od přelomu tisíciletí v sestupném trendu, který by v nejbližších letech mohl akcelarovat. Kromě inflace a obrovského zadlužování Spojených států jsou pro něj nepříznivé i snahy jiných zemí o širší používání národních měn. Protidolarová nálada je zejména ve státech BRIC (Brazílie, Rusko, Indie, Čína). Ty jsou závislé na exportu. Jelikož je mezinárodní obchod prováděn zejména v dolarech, tak po konverzi do národních měn dostávají za své produkty menší částky. Předpokládá se, že úloha dolaru jako světové rezervní měny bude postupně klesat ve prospěch eura a měn rozvíjejících se zemí. To je vzhledem k vývoji světového hospodářství logické. Ještě v roce 2000 tvořilo HDP Spojených států přibližně 32% světového. Ted' to je již jen 23%. Hodnota dolaru proti širokému koši měn poklesla za toto období ze 119,5 na 100 bodů. V zavádění nových mezinárodních měn je velmi aktivní Čína, která se svými obchodními partnery již uzavírá bilaterální smlouvy o větším využívání národních měn, a to zejména juanu.

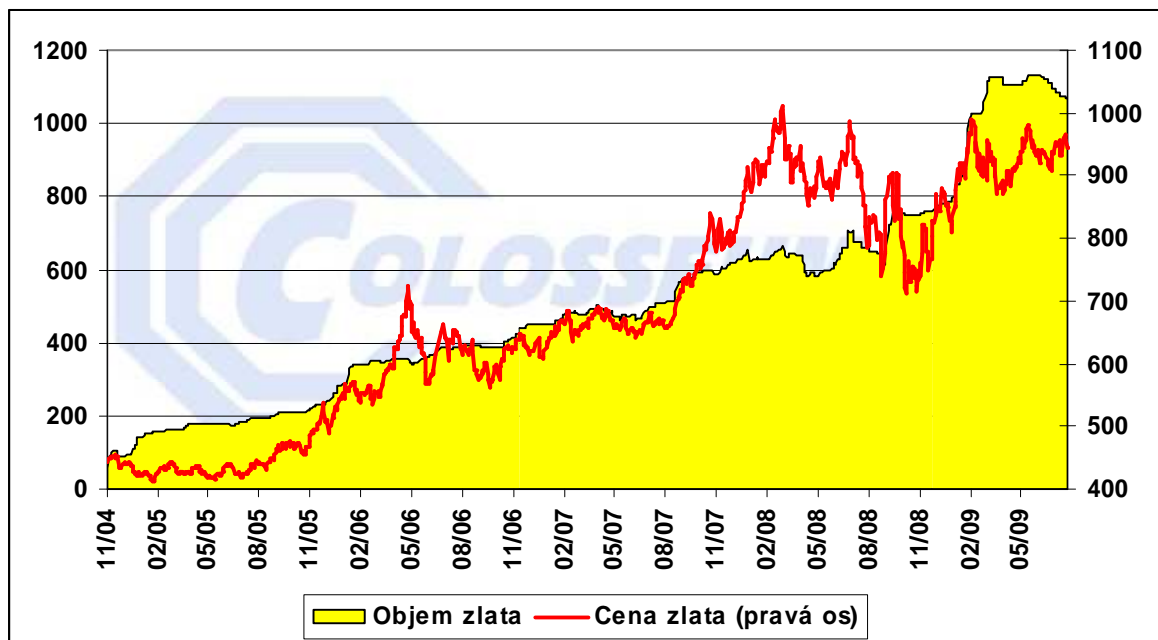
Graf č. 6: Hodnota dollar indexu a příspěvek Spojených států k světovému HDP, zdroj: Bloomberg, Colosseum



7. Rostoucí investiční poptávka

Zájem o držbu fyzického zlata výrazně roste. Podle údajů GFMS se celková poptávka zvýšila meziročně v prvním čtvrtletí o 38 procent na 1016 tun. Ve šperkařství spotřeba propadla na 339 tun. Objem nákupů zlata pro účely investování se však zvýšil na překvapujících 596 tun. Poprvé v historii tak investoři nakoupili víc zlata než výrobci šperků.

Graf č. 7: Množství zlata v SPDR Gold Truste (v tunách) a cena zlata (v USD/oz), zdroj: SPDR



Díky finančním inovacím je investice do zlata jednodušší než kdykoli předtím. Na trhu je nabízeno nepřeberné množství produktů. Deriváty, ETF, ETC, certifikáty a zlaté slitky můžeme najít i v portfoliích obyčejných investorů. Nárůst zájmu je patrný z množství zlata, které v posledních měsících nakoupil největší „zlatý“ ETF fond na světě SPDR Gold Trust. Ten k 2. červenci spravoval 1065 tun zlata, což představuje 61 procentní meziroční navýšení pozice. Mincovny momentálně nestíhají pokrývat poptávku. Kupříkladu britská Královská mincovna, která byla založena již ve třináctém století, uvedla, že v prvním pololetí spotřebovala 45 406 uncí zlata, což je o 86 procent víc než ve stejném období minulého roku. Americká mincovna US

Mint více než ztrojnásobila prodej mincí a za prvních sedm měsíců spotřebovala 742 500 uncí zlata.

Technická analýza

Technická analýza nám signalizuje vytváření silné formace „obrácená hlava a ramena“. Její neckline se nachází na hranici 1000 dolarů. Při proražení vzhůru by se dalo očekávat zhodnocení minimálně o 2/3 vzdálenosti od hlavy po neckline, což je přibližně 200 dolarů. Klouzavé indikátory zobrazují vzestupný trend.



Možná rizika:

1. I když to je málo pravděpodobné, tak existuje šance, že centrální banky přestanou tisknout peníze jako o závod a že inflační očekávání jsou nadhodnocené. Globální ekonomika se již zotavuje a lití peněz do oběhu již není nutné.
2. Investiční poptávka je velmi vrtkává a tak rychle jako přišla, může i zmizet. Nepříjemné jsou i snahy americké vlády omezit spekulativní nákupy komodit. Je možné, že velcí investoři budou muset zredukovat své pozice.

Závěr:

Faktory, které by v časovém horizontu 3 až 6 měsíců mohly způsobit růst ceny zlata:

1. Centrální banky v současnosti zaplavují trhy levnými penězi ve snaze podpořit poptávku. Přebytek peněz však může vyústit v nadměrnou inflaci, která je příznivá pro hodnotu zlata.
2. Veřejné finance jsou momentálně katastrofální. Státy se ve velkém zadlužují, což snižuje jejich kredibilitu. Investoři se obávají budoucích těžkostí se splácením úrokových plateb.
3. Produkce zlata v posledních letech stabilně klesá. Důvodem je dožívání dolů a vysoké počáteční náklady, které odrazují od vyhledávání a rozvoje nových nalezišť.
4. Prodeje z oficiálních rezerv v posledních dvou letech propadly a země jsou čím dál méně ochotné zbavovat se zlata. To je pořád považováno za jeden ze základních stavebních kamenů devizových rezerv.
5. Hodnota amerického dolaru je v sestupném trendu, což je způsobeno snižováním významu americké ekonomiky v globálním hospodářství. Rozvíjející se země požadují používání dalších měn v mezinárodním obchodu.
6. Investiční poptávka je velmi silná a dokonce je větší než spotřeba ve šperkařství. Kapitál teče do zlatých investic zejména kvůli dlouhodobé schopnosti udržet hodnotu majetku.

Specifikace kontraktu

- Futures kontrakt Gold na burze Comex (New York)
- Měsíc dodání prosinec 2009 (příp. další měsíce při dlouhodobé investici)
- Objem kontraktu 100 uncí zlata
- Kurz v US dolarech za 1 unci
- 1 bod = 100 USD (pohyb o 1 US dolar znamená zisk/ztrátu 100 USD na kontrakt)
- Margin 6478 USD / kontrakt

UPOZORNĚNÍ

TATO ZPRÁVA JE POUZE INFORMATIVNÍ A NENÍ MYŠLENA JAKO NÁVRH NEBO NABÍDKA KE KOUPI ČI PRODEJI JAKÉKOLIV KOMODITY, FUTURES KONTRAKTU, OPCE NEBO JINÉHO INVESTIČNÍHO NÁSTROJE. AČKOLIV FAKTA A INFORMACE ZDE OBSAŽENÉ JSOU ZÍSKÁNY ZE ZDROJŮ, KTERÉ COLOSSEUM, A.S. („SPOLEČNOST“) POVAŽUJE ZA VĚROHODNÉ, NEZARUČUJEME JEJICH PŘESNOST A SPOLEHLIVOST S TÍM, ŽE JAKÁKOLIV INFORMACE MŮŽE BÝT NEÚPLNÁ NEBO ZKRÁCENÁ. SPOLEČNOST NEODPOVÍDÁ ZA TYPOGRAFICKÉ CHYBY V TĚTO ZPRÁVĚ. VEŠKERÉ NÁZORY A ODHADY V TĚTO ZPRÁVĚ VYJADŘUJÍ NÁZOR SPOLEČNOSTI K DATU TĚTO ZPRÁVY A VYHRAZUJE SI PRÁVO NA JEJICH ZMĚNU BEZ PŘEDCHOZÍHO UPOZORNĚNÍ.

SPOLEČNOST, JEJÍ POBOČKY, PŘEDSTAVITELÉ A/NEBO ZAMĚSTNANCI MOHOU, ALE NEMUSÍ KDYKOLIV DRŽET KRÁTKÉ A/NEBO DLOUHÉ POZICE V JAKÉKOLIV KOMODITĚ, FUTURES KONTRAKTU, OPCÍ NEBO JINÉM INVESTIČNÍM NÁSTROJI ZMIŇOVANÉM V TĚTO ZPRÁVĚ. PŘÍKAZY UVEDENÉ V TOMTO DOKUMENTU MOHOU BÝT POUZE ILUSTRATIVNÍ A SPOLEČNOST JE MŮŽE, ALE NEMUSÍ PROVÁDĚT NA TRHU. VEŠKERÉ NÁZORY V TĚTO ZPRÁVĚ JSOU NÁZORY ANALYTICKÉHO ODDĚLENÍ SPOLEČNOSTI. JEDNOTLIVÍ OBCHODNÍCI NEBO JINÉ FIREMNÍ PUBLIKACE MOHOU VYJADŘOVAT ROZDÍLNÝ NEBO PROTICHŮDNÝ NÁZOR. NÁZORY V TĚTO ZPRÁVĚ MOHOU BÝT ZALOŽENY NA RŮZNÝCH ANALYTICKÝCH METODÁCH NEBO DISCIPLÍNÁCH. NAPŘÍKLAD FUNDAMENTÁLNÍ A TECHNICKÁ ANALÝZA OBVYKLE POUŽÍVAJÍ RŮZNÉ METODY A ODLIŠNÉ ČASOVÉ OBDOBÍ, PROTO MOHOU ČINIT RŮZNÉ ZÁVĚRY OHLEDNĚ VÝVOJE STEJNÉ KOMODITY, TERMÍNOVÉHO KONTRAKTU NEBO JINÉHO INVESTIČNÍHO NÁSTROJE. SKUTEČNOSTI, KTERÉ V BUDOUCNU NASTANOU, SE MOHOU OD INFORMACÍ UVEDENÝCH V TĚTO ZPRÁVĚ VÝZNAMNĚ LIŠIT A MOHOU TAK VÝZNAMNĚ OVLIVNIT ANALÝZU OBSAŽENOU V TĚTO ZPRÁVĚ, PŘÍČEMŽ INTERVAL BUDOUCÍCH ZMĚN NENÍ MOŽNÉ PŘEDEM STANOVIT.

INVESTIČNÍ STRATEGIE POPISOVANÉ V TĚTO ZPRÁVĚ JSOU RISKANTNÍ A NEJSOU VHODNÉ PRO KAŽDÉHO INVESTORA. POKUD PLNĚ NEPOROZUMÍTE PODMÍNKÁM A RIZIKŮM POPISOVANÝCH OBCHODŮ, VČETNĚ ROZSAHU POTENCIÁLNÍHO RIZIKA ZTRÁTY, KTERÉ MŮŽE DOSÁHNOUT A V URČITÝCH PŘÍPADECH I PŘESÁHNOUT HODNOTU PŮVODNÍ INVESTICE, MĚLI BYSTE SE TAKOVÝCH OBCHODŮ ZDRŽET. VÝSLEDKY INVESTIC MINULÉHO OBDOBÍ NEJSOU ZÁRUKOU VÝNOSŮ BUDOUCÍCH.

ANALÝZA OBSAŽENÁ V TĚTO ZPRÁVĚ JE POUZE UKÁZKOVÁ A MOHOU, ALE NEMUSÍ BÝT NA JEJÍM ZÁKLADĚ PROVÁDĚNY OBCHODY V RÁMCI SLUŽBY ASISTENT. V ŽÁDNÉM PŘÍPADĚ SE NEJEDNÁ O KOMPLETNÍ PŘEHLED VŠECH OBCHODŮ, KTERÉ PROBÍHAJÍ V RÁMCI SLUŽBY ASISTENT. VYUŽIJETE-LI INVESTIČNÍCH DOPORUČENÍ SPOLEČNOSTI, ČINÍTE TAK VÝHRADNĚ NA ZÁKLADĚ VLASTNÍHO ROZHODNUTÍ. INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ POSKYTNUTÉ SPOLEČNOSTÍ SE V BUDOUCNU MŮŽE UKÁZAT JAKO NESPRÁVNÉ, INVESTICE UČINĚNÉ NA JEHO ZÁKLADĚ MOHOU BÝT ZTRÁTOVÉ. SPOLEČNOST MŮŽE V ZÁVISLOSTI NA DALŠÍM VÝVOJI KDYKOLIV SVÉ DOPORUČENÍ V BUDOUCNU ODVOLAT NEBO ZMĚNIT, A TO I NA OPAČNÉ. SPOLEČNOST VÁM POSKYTUJE POUZE INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ, SAMOTNÁ INVESTIČNÍ ROZHODNUTÍ JSOU VŽDY NA VÁS A NESETE ZA NĚ PLNOU ODPOVĚDNOST. POPLATKY SOUVISEJÍCÍ S OBCHODOVÁNÍM NEGATIVNÍM ZPŮSOBEM OVLIVŇUJÍ VÝSLEDEK INVESTOVÁNÍ. POPLATKY JSOU UPLATŇOVÁNY, I KDYŽ JE VÝSLEDKEM OBCHODU ZTRÁTA.

NA TUTO ZPRÁVU SE VZTAHUJE VYHLÁŠKA Č. 114/2006 SB., O POCTIVÉ PREZENTACI INVESTIČNÍCH DOPORUČENÍ. V TĚTO ZPRÁVĚ JE UVEDENA OSOBA, KTERÁ PRO SPOLEČNOST TUTO ZPRÁVU VYTVOŘILA NEBO PŘIPRAVILA. SPRÁVNÍM ÚŘADEM, KTERÝ NAD SPOLEČNOSTÍ VYKONÁVÁ DOZOR, JE ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. DLE NÁZORU SPOLEČNOSTI NEEXISTUJÍ OKOLNOSTI, KTERÉ BY MOHLY NARUŠIT OBJEKTIVITU TĚTO ZPRÁVY. ODMĚNA OSOB, KTERÉ SE PODÍLELY NA TVORBĚ TĚTO ZPRÁVY, NENÍ ODVOZENA OD OBCHODŮ SPOLEČNOSTI. PŘÍPADNÝ STŘET ZÁJMŮ VE VZTAHU K TĚTO ZPRÁVĚ JE UPRAVEN VNITŘNÍMI PŘEDPISY SPOLEČNOSTI.

VÍCE INFORMACÍ ZÍSKÁTE NA WWW.COLOSSEUM.CZ.

© 2009 COLOSSEUM, A.S. VŠECHNA PRÁVA VYHRAZENA.

JAKÉKOLIV NEAUTORIZOVANÉ POUŽITÍ, DUPLIKACE NEBO ŠÍŘENÍ TOHOTO MATERIÁLU JE ZAKÁZÁNO.

Colosseum, a. s. Londýnská 59 120 00 Praha 2 tel. +420-2-460 888 88	fax. +420-2-460 888 89 E-mail: info@colosseum.cz www.colosseum.cz
--	--