

Veřejná analýza

Euro bobl - short: Sázka na růst sazeb a proti předlužené Evropě

Petr Čermák, analytik, cermak@colosseum.cz

22. 03. 2011



Colosseum, a.s.

Londýnská 59, 120 00 Praha 2, Czech Republic

Tel.: +420 2460 888 88, Fax: +420 2460 888 89

info@colosseum.cz, www.colosseum.cz



Shrnutí

Krise v roce 2008 naplno odhalila problémy předlužené Evropy. Do potíží se dostalo Řecko a vzápětí Irsko. Obě země byly nucené požádat o pomoc EU a Mezinárodní měnový fond. Nyní se živě diskutuje o možné pomoci Portugalsku. V hledáčku se ovšem nachází i Španělsko a odvážnější dokonce již spekulují o možných problémech Itálie či Belgie. Pozdvížení kolem předlužené Evropy sice v posledních týdnech opadlo, když se pozornost investorů zaměřila na přírodní katastrofu v Japonsku a nepokoje v arabských zemích, nicméně problémy zdaleka nezmizely. Opět padla volba na krátkodobá řešení, která by alespoň na chvíli uklidnila nervózní finanční trhy. Je pravděpodobné, že se situace v následujících měsících opět zhorší. Německo se stává se svou poměrně solidní fiskální situací dojnou krávou, ke které nezodpovědné země natahují ruku pro pomoc. A je pravděpodobné, že se situace ještě zhorší, což by se mělo negativně projevit i na euro boblech – evropských pětiletých dluhopisech. Evropu navíc začíná trápit zvyšující se inflace, která překonává cíl ECB. Jean Claude Trichet na posledním zasedání upozornil na možnost zvyšování úrokových sazeb, což by byla jen další rána pro evropské dluhopisy. Z pohledu technické analýzy jsme svědky obratu, kdy byl dlouhodobý uptrend ukončen a bondy míří dolů. Technická a fundamentální analýza nás vede k názoru, že by euro bobly mohly v následujících 3-6 měsících pokračovat v poklesu. Ten však nebude pravděpodobně nijak strmý a rychlý, ale spíše pozvolný, přičemž i několik týdnů se můžeme pohybovat v obchodním pásmu. Euro bobly by mohly poklesnout ze současné úrovně až na hodnotu 111 bodů.

Graf č. 1: Euro Bobl – graf upravený o efekt rolování (Zdroj: CSI)



INVEST Premium

Investice, která Vám chce vydělat

- **Motivovaný správce**
- **Nejlepší příležitosti z celého světa**
- **Vklad od 250 tisíc CZK**
- **Peníze *kdykoliv* k dispozici**



Skutečný výkon



vyžaduje motivaci

VÝSLEDKY MINULÉHO OBDOBÍ NEJSOU ŽÁDNOU ZÁRUKOU PRO BUDOUCÍ VÝVOJ. INVESTOVÁNÍ JE RIZIKOVÉ. UPOZORŇUJEME, ŽE JE NUTNÉ SE SEZNÁMIT S INFORMACEMI O VÝSLEDČÍCH A RIZICÍCH PROGRAMU INVEST PREMIUM, A TO NA STRÁNCE WWW.COLOSSEUM.CZ/SLUZBY/INVEST.

Výkonnost programu **INVEST Premium**

3. kvartál 2010	4,6 %
4. kvartál 2010	6,8 %
Celkem 2010	11,7 %
Leden 2011	0,9 %
Únor 2011	-0,9 %
Celkem 2011	0 %

Obchodování programu *INVEST Premium* bylo zahájeno v červenci 2010 a výsledky od tohoto data vyjadřují skutečnou výkonnost programu, která je vypočítána jako průměrná výkonnost všech spravovaných klientských účtů. Hodnoty jsou v českých korunách a jsou očištěny od všech poplatků a odměn, které jsou při poskytování služby *INVEST Premium* účtovány.

Colosseum, a.s.

Londýnská 59, 120 00 Praha 2, Czech Republic

Tel.: +420 2460 888 88, Fax: +420 2460 888 89

info@colosseum.cz, www.colosseum.cz

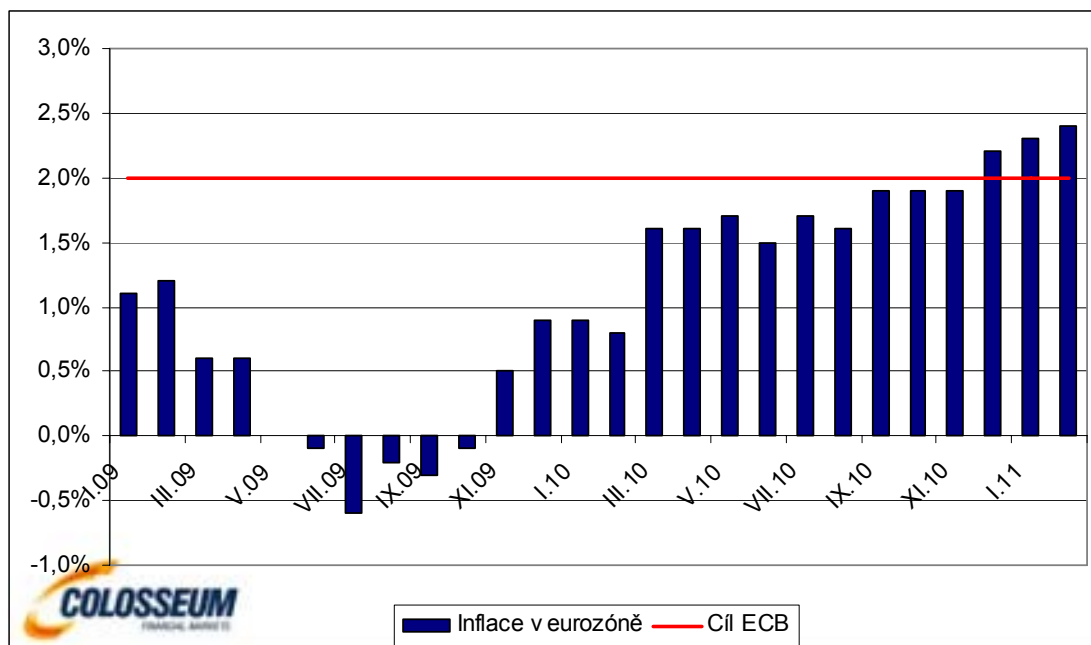


Faktory podporující pokles ceny:

1. Zvyšování úrokových sazeb v eurozóně

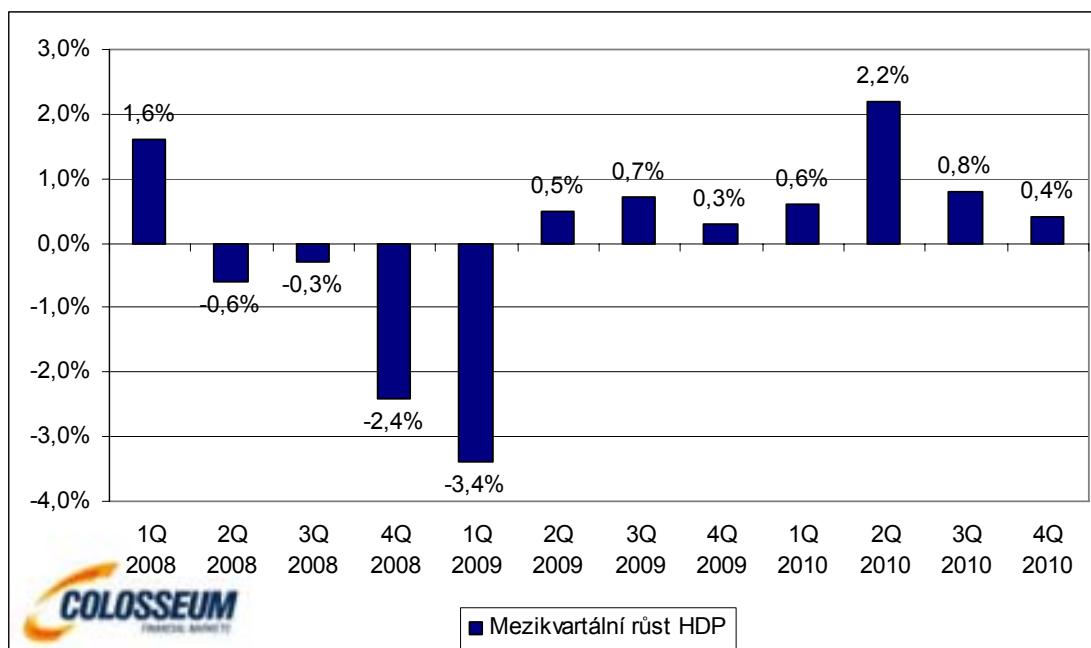
Extrémně uvolněná monetární politika praktikovaná mnohými centrálními bankami ve světě vedla v kombinaci s oživením globální ekonomiky k prudkému růstu cen komodit. Averse k riziku opadla a investoři začali ve velkém přesouvat kapitál do rizikovějších investic v podobě akcií a komodit. Kombinace několika faktorů (příliv kapitálu na komoditní trhy, nízké zásoby, výpadky na straně produkce, zvyšující se spotřeba na rozvíjejících se trzích) vyvolala prudký růst cen zemědělských komodit. Index cen potravin, který pravidelně zveřejňuje Organizace spojených národů pro výživu a zemědělství, se vyšplhal na rekordní hodnoty. Vzhůru zaměřily i ceny energií. Ropa Brent se vyšplhala k hranici 120 dolarů za barel. Není se proto čemu divit, že jsme svědky vzrůstajících inflačních tlaků. Poslední únorová čísla odhalila meziroční růst spotřebitelských cen v eurozóně o 2,4%. Cílem Evropské centrální banky je přítom hodnota na úrovni 2%. Z grafu níže je zřejmé, že se inflace pohybuje nad cílem již třetí měsíc v řadě. Hrozí proto zvyšování úrokových sazeb, což je pro dluhopisy velmi nepříznivá zpráva. Obavy potvrdilo i poslední vyjádření prezidenta Evropské centrální banky Jeana-Clauda Tricheta, který oznámil, že bychom se již v příštím měsíci mohli dočkat růstu úrokových sazeb. Novinářům řekl, že "růst sazeb v příštím měsíci je možný". ECB ponechává prozatím úrokové sazby beze změny na rekordně nízké úrovni 1%. Trichet dále uvedl, že ECB zůstává ostražitá. Zvyšování úrokových sazeb by bylo pro evropské dluhopisy velmi špatnou zprávou.

Obrázek 1: Harmonizovaný index spotřebitelských cen – meziroční změna (Zdroj: ECB)



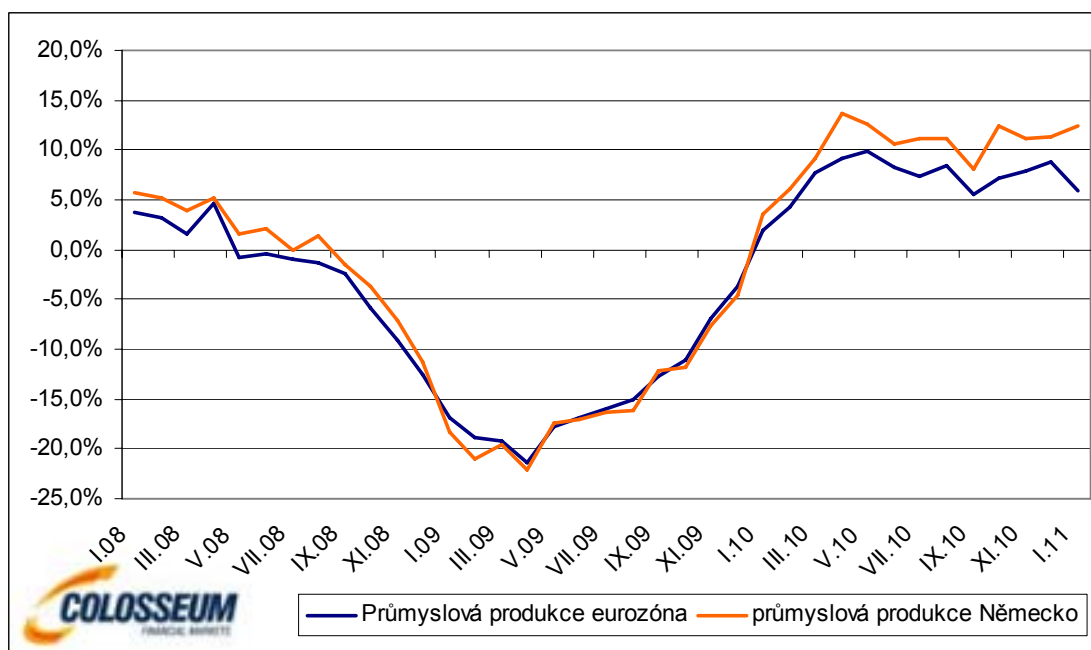
Spolu se zvyšujícími se cenami komodit působí i oživování ekonomiky eurozóny. Skvěle si vede především Německo, které se stává motorem růstu.

Obrázek 2: Změna HDP v Německu QoQ (Zdroj: Bloomberg)



O oživování hospodářství eurozóny a Německa vypovídá i následující graf zachycující průmyslovou produkci.

Obrázek 3: Meziroční změna průmyslové produkce v eurozóně a Německu (Zdroj: Bloomberg)



2. Předlužená eurozóna

Krise v roce 2008 naplno odhalila problémy předlužené Evropy. Do potíží se dostalo Řecko a vzápětí Irsko. Obě země byly nucené požádat o pomoc EU a Mezinárodní měnový fond. Nyní se živě diskutuje o možné pomoci Portugalsku. V hledáčku se ovšem nachází i Španělsko a odvážnější dokonce již spekulují o možných problémech Itálie či Belgie. Pozdvižení kolem předlužené Evropy sice v posledních týdnech opadlo, když se pozornost investorů zaměřila na přírodní katastrofu v Japonsku a nepokoje v arabských zemích, nicméně problémy zdaleka nezmizely. Dluhy se hromadí. Potvrzuje to i tabulka níže, která zachycuje zadlužení eurozóny. Šedé řádky představují problematické země. Je zřejmé, že všechny státy se potýkají a budou potýkat s rozpočtovými deficity vysoce překračujícími 3% HDP. Varovným signálem je potom pohled na státní dluh jako % HDP, kde zaujme na první pohled především Řecko, jehož dluh by se měl v tomto roce vyšplhat na 150% HDP. Na druhém místě je Itálie se 120% a Irsko se 107%. O něco lépe jsou na tom Španělsko a Portugalsko, které se stále drží pod hranicí 100%. Zhoršující se situace veřejných financí v eurozóně je pak patrná z posledního řádku. Rozpočtové deficity eurozóny budou minimálně do roku 2012 větší jak 3% HDP. Státní dluh by měl v roce 2012 vzrůst z 66,2% v roce 2007 na 88%. Situace se evidentně v rámci eurozóny nezlepšuje. Právě naopak.

Tabulka 1: Zadlužení eurozóny (neobsahuje Estonsko; Zdroj: ECB, Evropská komise - odhady z konce roku

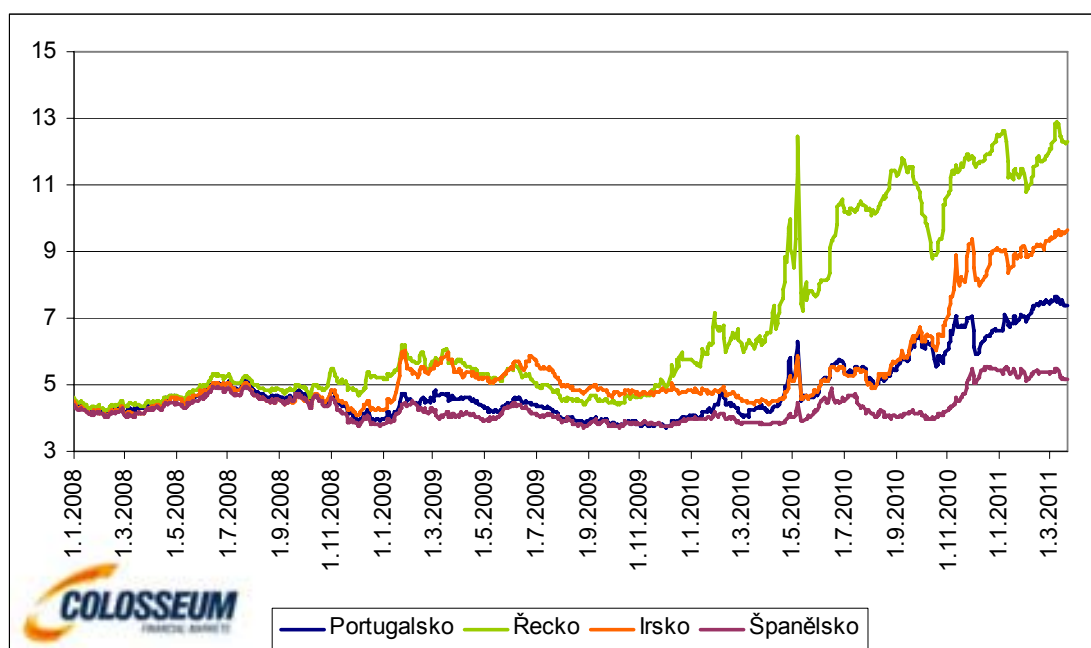
	Rozpočtový schodek/přebytek jako % HDP						Státní dluh jako % HDP					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Belgie	-0,3	-1,3	-6,0	-4,8	-4,6	-4,7	84,2	89,6	96,2	98,6	100,5	102,1
Německo	0,3	0,1	-3,0	-3,7	-2,7	-1,8	64,9	66,3	73,4	75,7	75,9	75,2
Irsko	0,0	-7,3	-14,4	-32,3	10,3	-9,1	25,0	44,3	65,5	97,4	107,0	114,3
Řecko	-6,4	-9,4	-15,4	-9,6	-7,4	-7,6	105,0	110,3	126,8	140,2	150,2	156,0
Španělsko	1,9	-4,2	-11,1	-9,3	-6,4	-5,5	36,1	39,8	53,2	64,4	69,7	73,0
Francie	-2,7	-3,3	-7,5	-7,7	-6,3	-5,8	63,8	67,5	78,1	83,0	86,8	89,8
Itálie	-1,5	-2,7	-5,3	-5,0	-4,3	-3,5	103,6	106,3	116,0	118,9	120,2	119,9
Kypr	3,4	0,9	-6,0	-5,9	-5,7	-5,7	58,3	48,3	58,0	62,2	65,2	68,4
Lucembursko	3,7	3,0	-0,7	-1,8	-1,3	-1,2	6,7	13,6	14,5	18,2	19,6	20,9
Malta	-2,3	-4,8	-3,8	-4,2	-3,0	-3,3	61,7	63,1	68,6	70,4	70,8	70,9
Nizozemí	0,2	0,6	-5,4	-5,8	-3,9	-2,8	45,3	58,2	60,8	64,8	66,6	67,3
Rakousko	-0,4	-0,5	-3,5	-4,3	-3,6	-3,3	59,3	62,5	67,5	70,4	72,0	73,3
Portugalsko	-2,8	-2,9	-9,3	-7,3	-4,9	-5,1	62,7	65,3	76,1	82,8	88,8	92,4
Slovinsko	0,0	-1,8	-5,8	-5,8	-5,3	-4,7	23,4	22,5	35,4	40,7	44,8	47,6
Slovensko	-1,8	-2,1	-7,9	-8,2	-5,3	-5,0	29,6	27,8	35,4	42,1	45,1	47,4
Finsko	5,2	4,2	-2,5	-3,1	-1,6	-1,2	35,2	34,1	43,8	49,0	51,1	53,0
Eurozóna	-0,6	-2,0	-6,3	-6,3	-4,6	-3,9	66,2	69,8	79,2	84,2	86,7	88,0

Evropa opět zvolila krátkodobá řešení, která by alespoň na chvíli uklidnila nervózní finanční trhy. Poskytla záchranné úvěry a vytvořila záchranný fond (EFSF). Značnou část prostředků do fondu poskytne právě Německo. Do fondu nicméně paradoxně přispívají i problematické země typu Španělska nebo Itálie, které by v budoucnu mohly právě z tohoto fondu čerpat prostředky. Z tabulky výše je zřejmé, že v rámci zemí eurozóny není mnoho států, kterým by jejich fiskální situace umožnila poskytovat větší příspěvky do fondu. Je pravděpodobné, že se situace v budoucnu opět zhorší. Německo se stává se svou poměrně solidní fiskální situací dojnou krávkou,

ke které nezodpovědné země natahují ruku pro pomoc. Tento stav nutí Němce k dalšímu zadlužování a není dlouhodobě udržitelný.

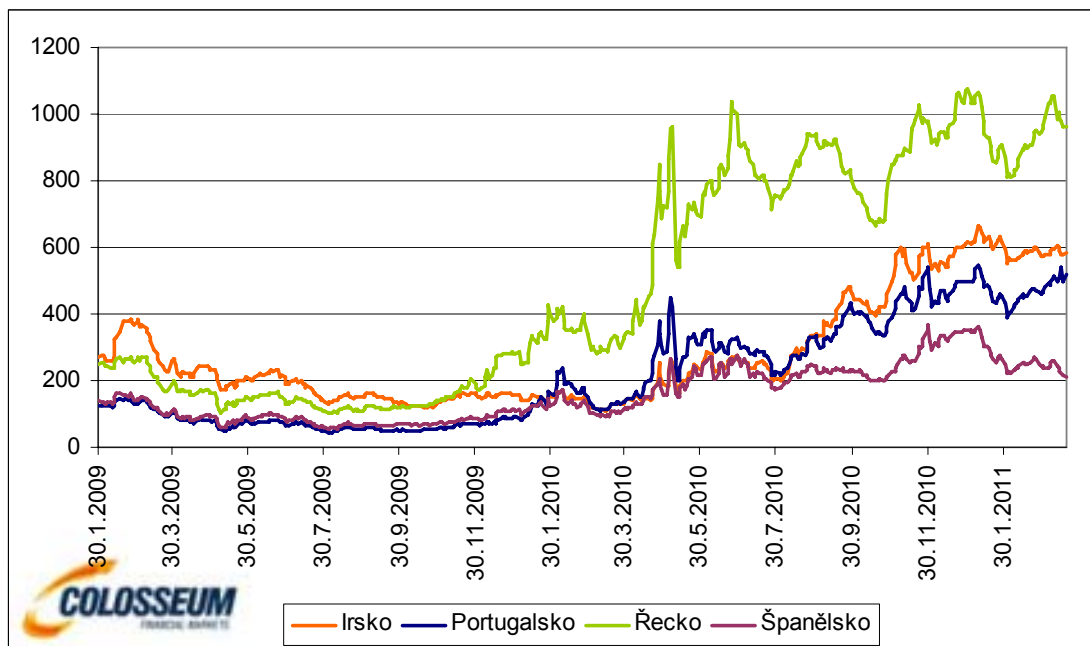
Své pochyby o zdraví vybraných zemí dávají najevo i finanční trhy. Nejlépe to dokládají požadované výnosnosti u desetiletých dluhopisů, které jsou znázorněny na grafu níže. Irsko a Řecko je aktuálně napojeno na umělou výživu v podobě zdrojů EU a MMF. Jakmile však budou země odpojeny a budou si nuceny půjčovat za tržní úrokovou sazbu, tak je zřejmé, že nebudou schopny platit takto vysoké úroky.

Obrázek 4: Výnosnosti 10letých dluhopisů jednotlivých zemí (Zdroj: Bloomberg)



Pesimismus investorů je zřejmý i na hodnotách credit default swapů, pomocí nichž se účastníci finančních trhů zajišťují proti nesplácení dlužníka. Největší obavy mají investoři z osudu Řecka. Následuje Irsko a Portugalsko, které se velmi rychle dotahuje na Irsko. Podle výpočtu CMA Datavision se implikovaná pravděpodobnost bankrotu Řecka v následujících 5 letech pohybuje na úrovni 60%. V případě Irska je pravděpodobnost 40%, u Portugalska pak 34%.

Obrázek 5: CDS jednotlivých zemí (Zdroj: Bloomberg)



Dříve či později bude nutné vytvořit dlouhodobé řešení předlužené situace v Evropě. Aktuální záchranný fond je pouze krátkodobá berlička, která má uklidnit nervózní trhy. Podíváme-li se na fiskální situaci jednotlivých zemí v rámci eurozóny, je jasné, že značnou část financí pro záchranu bude poskytovat Německo. Je pravděpodobné, že zadlužení země v budoucnu díky tomu poroste. V následujících 6 měsících lze očekávat, že se problematika předlužené Evropy dostane opět do centra pozornosti investorů. V kombinaci s hrozícím zvýšením sazeb by to byla pro bondy špatná zpráva.

3. Snižující se ochota ECB nakupovat státní dluhopisy

Evropská centrální banka působí v posledních měsících v případě dluhopisů problematických zemí jako kupující poslední instance. Od května nakoupila dluhopisy na sekundárních trzích za 77,5 miliardy eur, což krátkodobě zabránilo rozšíření řecké a irské nákazy do dalších zemí. Prezident ECB Jean-Claude Trichet nicméně se současnou situací není spokojený a tlačí na státy, aby převzaly svůj díl odpovědnosti. Evropská centrální banka se bude pravděpodobně postupně odklánět od nákupů státních dluhopisů problematických zemí. Díky tomu by se mohla situace na trzích zhoršit.

4. Opadla averze k riziku

Extrémně uvolněná měnová politika centrálních bank, oživení globální ekonomiky a růst akciových a komoditních trhů vyvolávají mezi investory optimistickou náladu. Averze k riziku opadla a investoři začali ve velkém přesouvat kapitál do rizikovějších investic. "Bezpečnější" dluhopisové investice se rázem ocitly v nemilosti. Domníváme se, že optimismus na trzích v následujících několika měsících vydrží a investoři se budou i nadále zaměřovat na rizikovější investice, které slibují vyšší zhodnocení. To je samozřejmě špatná zpráva pro trh dluhopisů.

5. Technická analýza

Z grafu níže je zřejmé, že se euro bobly pohybovaly několik měsíců v silném růstovém trendu. V průběhu září a října se vytvořil dvojitý vrchol a bobly zamířily dolů. Prorazily dlouhodobý 220denní klouzavý průměr, který také zastavil svůj růst a aktuálně stagnuje. 50denní a 20denní klouzavý průměr již směřuje dolů.

Obrázek 6: Technická analýza - denní graf upravený o efekt rolování (Zdroj: CSI, Colosseum)



V průběhu ledna došlo k proražení 220denního klouzavého průměru, uptrendové linie a důležitého supportu na úrovni 116 bodů. Ze supportu se stala rezistence, která byla v průběhu února a března otestována. V polovině března sice bobly krátce vystoupaly nad tuto hranici, nicméně později se vrátily zpět. Aktuálně se nacházejí v sestupném pásmu. V průběhu následujících 3-6 měsíců by se dluhopisy mohly zastavit až na úrovni 111 bodů, což je 38,2% korekce (Fibonacciho retracement) růstového trendu od minima v roce 2008 po maximum z konce roku 2010.

Možná rizika

- Ponechání úrokových sazeb na současných úrovních
- Návrat globální recese
- Další krátkodobá podpora bankrotujících států v eurozóně, která by opět na několik měsíců oddálila nevyhnutelné
- Intervence na dluhopisovém trhu ze strany ECB

Specifikace kontraktu

- Futures kontrakt na euro bobl na burze Eurex
- Měsíc dodání červen 2011 (příp. další měsíce při dlouhodobé investici)
- Kurz v EUR za bod
- 1 bod = 1000 EUR (pohyb o 1 bod znamená zisk/ztrátu 1000 EUR na kontrakt)
- Margin 1275 EUR/kontrakt

Pro konkrétní pokyny ke vstupu a výstupu z trhu a nastavení rizik kontaktujte pracovníka společnosti Colosseum, a.s.

Colosseum, a. s.

Obchodník s cennými papíry



Široké portfolio služeb pro každého investora

Asistent: Začínající investor s plnou podporou makléře

Max: On-line obchodování pro zkušené investory

INVEST: Správa finančních prostředků profesionály

Komodity, Forex, CFDs

On-line investování - Semináře - Vzdělávání - Analýzy - Zpravodajství

Bližší informace o trzích, službách a rizicích naleznete na:

www.colosseum.cz



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. FAKTA A INFORMACE ZDE OBSAŽENÉ JSOU ZÍSKÁNY ZE ZDROJŮ, KTERÉ COLOSSEUM, A.S. („SPOLEČNOST“) POVAŽUJE ZA VĚROHODNÉ, S TÍM, ŽE ZA PŘESNOST A SPOLEHLIVOST INFORMACÍ OBSAŽENÝCH V TĚCHTO ZDROJÍCH ODPOVÍDÁ JEJICH ZDROJ. 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, OPCII 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. OSTATNÍ POSKYTOVATELÉ INVESTIČNÍCH SLUŽEB NEBO JINÉ 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, PŘIČEMŽ 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 OBSAŽENA 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 PLNŮU ODPOVĚDNOST. TATO ANALÝZA NENÍ INVESTIČNÍ SLUŽBOU VE SMYSLU UST. § 4 Odst. 2 písm. e) ZÁKONA O PODNIKÁNÍ NA KAPITÁLOVÉM TRHU – INVESTIČNÍ PORADENSTVÍ TÝKAJÍCÍ SE INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ. 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 NEEEXISTUJÍ 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.

© 2011 COLOSSEUM, A.S. VŠECHNA PRÁVA VYHRAZENA. JAKÉKOLIV NEAUTORIZOVANÉ POUŽITÍ, DUPLIKACE NEBO ŠÍŘENÍ TOHOTO MATERIÁLU JE ZAKÁZANO.

Colosseum, a. s.

Londýnská 59, 120 00 Praha 2

Tel.: +420 2460 888 88, Fax: +420 2460 888 89

info@colosseum.cz, www.colosseum.cz

Colosseum, a.s. pobočka SR

Karadžičova 10, 821 08 Bratislava 2

Tel.: +421 233 070 101, Fax: +421 233 070 102

info@colosseum.sk, www.colosseum.sk