

obsah

Emisný škandál spochybnil budúcnosť naftových motorov

2

Nedávno zverejnený škandál ohľadne falšovania výsledkov emisných laboratórných testov len potvrdil to čo spotrebiteľské združenia už hlásia dávno – produkcia emisií a spotreba palív je v bežnej prevádzke vyššia ako v laboratórných testoch. V našom článku sa nevenujeme právnym aspektom celého problému, ale skôr hľadaniu odpovedí na otázky čo bude ďalej. Výskumná práca pánov Miravete, Moral a Thurk hovorí, že za masívnym rozšírením naftových motorov v Európe stoja najmä mäkkšie emisné normy na NOx a zase omnoho prísnejšie v emisii CO2. Viaceré oficiálne inštitúcie plánujú vykonať nové merania emisií v reálnom živote, ktoré takmer isto ukážu, že najnovšie naftové motory nedokážu plniť normy v bežnej prevádzke. Preto budeme musieť vyriešiť priam filozofickú otázku či zmäknúť emisné normy za cenu špinavšieho vzduchu alebo sa nateraz vzdať naftových motorov.

FED opäť nenabral odvahu

3

Sedemnásť september neprelomil vyčkávanie Fed-u na prvé zvýšenie základnej úrokovej sadzby. Americká centrálna banka opäť potvrdila naďalej priaznivý vývoj zamestnanosti no prvýkrát spomenula aj vývoj v zahraničí. Ten ju mal znepokojiť natoľko, že nechcela prilievať olej do ohňa. Raiffeisen RESEARCH očakával prvé zvýšenie v septembri. Keďže sa tak neudialo posunuli tento predpoklad na december.

Ukrajinská ekonomika sa stabilizuje

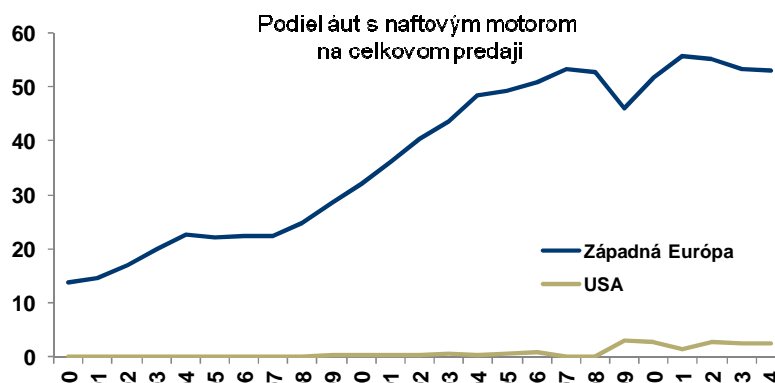
4

Posledné čísla z ekonomiky nášho východného suseda naznačujú postupnú stabilizáciu. Dôležitým krokom bolo určite aj uzavretie dohody o reštrukturalizácii 18 mld. dlhu v amerických dolároch. Menové rezervy Ukrajiny sa vďaka externej pomoci navýšili na 12,6 mld. USD. Táto suma predstavuje 14% HDP a pokryje viac ako tri mesiace dovozov Ukrajiny. Zlepšenie makroekonomických čísel sa prejavilo aj na stabilite hrivny.

Kontakty:

robert_prega@tatrabanka.sk, juraj_valachy@tatrabanka.sk, boris_fojtik@tatrabanka.sk

V roku 2014 malo v Európe 53% predaných áut naftový motor zatiaľ čo v USA len 2,5%



Vplyv emisných noriem na používanie naftových motorov

V auguste 2015 vyšla veľmi zaujímavá štúdia troch akademikov E. Miravete, M. Moral a J. Thurk¹, v ktorej skúmajú dôvody väčšieho rozšírenia naftových motorov v Európe ako USA. Keďže závery štúdie sú po kauze VW veľmi zaujímavé a relevantné, prinášame Vám výber zistení uvedených autorov.

Popularita naftových motorov nebola v roku 1989 veľmi vysoká. **Vtedy bolo len 12% osobných áut na európskom trhu s naftovým motorom zatiaľ čo v roku 2008 to už bolo takmer 50%.** V USA bol podiel naftových motorov v roku 1989 jednociferný a v roku 2008 boli naftové motory inštalované stále len v 2% predaných áut. Výrazným zlomom v popularite naftových motorov bolo uvedenie turbodúchadla na trh firmou VW do modelu Audi 100 v roku 1989. Pomocou tohto zariadenia dosahuje naftový motor pri nižších otáčkach vyšší krútiaci moment ako benzínový. Naftové motory sú považované za spoľahlivé a s dlhou životnosťou. Postupne túto inováciu prebrali aj ďalšie automobilky, čo umožnilo jej masívne rozšírenie a zlepšenie dostupnosti aj do lacnejších modelov.

Autori skúmali nasledovné **dva hlavné možné dôvody rozdielnej popularity motorov – nižšia európska spotrebná daň na naftu ako na benzín a rozdielnosť v emisných normách medzi dvoma kontinentmi.**

Spotrebná daň na naftu

V roku 1973 bola prijatá spoločná európska legislatíva v oblasti palív, kde sa dohodlo, že motorové palivo bude zdaňované na základe objemu (litre) a nie obsahu energie a zároveň, že nafta bude mať nižšiu spotrebnú daň ako benzín. Zdaňovanie podľa objemu je síce transparentnejšie, no liter nafty obsahuje viac energie ako liter benzínu (36 645 BTU na liter v porovnaní s benzínom - 33 025 BTU)². Preto naftový motor môže dosahovať nižšiu spotrebu nafty (v litroch/100km) a pri nižšej spotrebnej dani je aj lacnejšia prevádzka. V roku 2013 došlo k zmene zdaňovania smerom k energetickému obsahu, no aj u nás na Slovensku je spotrebná daň na naftu stále nižšia ako na benzín (0,368 EUR/liter vs. 0,514 EUR-liter)

Nižšia spotrebná daň na naftu sa teda javí ako veľmi dobrý kandidát na vysvetlenie, prečo sú naftové motory také populárne. Autori štúdie však hovoria, že tento vplyv nie je veľmi veľký. Podľa ich prepočtov nižšia spotrebná daň zvyšuje podiel naftových motorov len asi o 1,5%. Podstatnejší vplyv majú emisné normy.

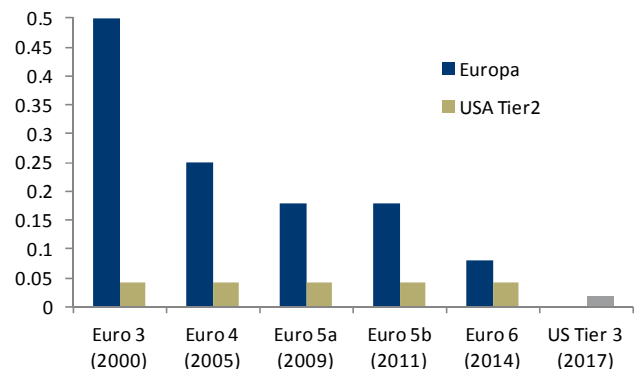
¹ Eugenio J. Miravete, María J. Moral, Jeff Thurk, „Innovation, Emissions policy, and competitive advantage in the diffusion of european diesel automobiles“

² <https://www.extension.iastate.edu/agdm/wholefarm/pdf/c6-87.pdf>

Emisné normy

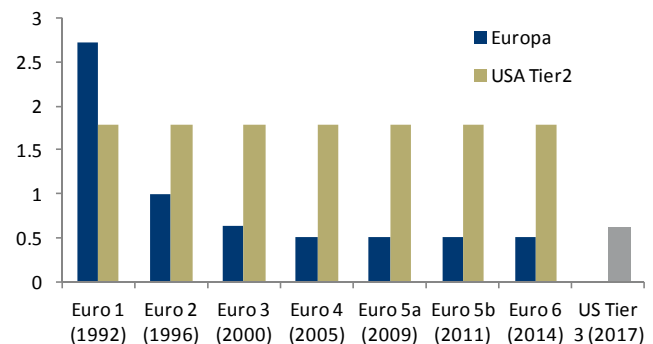
Emisné normy na dvoch stranách Atlantiku boli diametrálne odlišné a autori štúdie argumentujú, že v dôsledku toho je rozdielna penetrácia naftových motorov v Európe a USA: Americká organizácia U.S. Environmental Protection Agency (EPA) stanovila prísne nízko normu pre emisie dusíkatých zlúčením (NOx) a síry (SO₂) zatiaľ čo v oblasti skleníkových plynov CO₂ a CO je menej prísna ako európska. V Európe sme naopak dali prednosť nižším emisiám skleníkových plynov CO₂ a pri dusíkatých zlúčeninách sme benevolentnejší. Postupne sa aj európske normy sprísňovali, no súčasná norma Euro 6 je stále menej prísna ako staršia americká norma Tier 2. Dusíkaté zlúčeniny spolu so sírnymi sú zodpovedné za kyslé dažde, no najmä za dýchacie ťažkosti a astmu. Emisie CO a CO₂ sú zodpovedné za otepľovanie klímy, no priamy a okamžitý efekt na zdravie nie je taký citeľný.

Limity na emisie plynov NOx pre naftové motory, g/km



Pozn. Norma US Tier 3 nestanovuje samostatne max. hodnotu NOx, ale v kombinácii s NMOG (ne-metánové organické plyny)
Zdroj: EPA, Wikipedia, Tatra banka RESEARCH

Limity na emisie plynov CO pre naftové motory, g/km



Zdroj: EPA, Wikipedia

Znižovanie emisií NOx pre naftové motory je veľmi zložitá a drahá. Klasické trojcestné katalyzátory nie sú schopné splniť normy a preto VW a Mercedes zastavili predaje naftových áut v USA v roku 1993 a 1994. V roku 2009 po inštalácii technológie SCR využívajúcej močovinu

vstrekovanú do výfukových plynov pred katalyzátorom mohol VW začať predávať naftové motory v USA. Tieto technológie na redukcie NOx sú však pomerne drahé.

Aj v USA vidieť snahu ďalej sprísňovať emisné normy a naviac si každý štát môže ešte sprísniť federálnu normu. Štát Kalifornia tak urobil a viacero ďalších sa k nemu pripojilo. Direktíva Tier3 ešte viac znižuje povolené emisie NOx a de facto zabíja akékoľvek možnosti pre naftové motory. Táto norma začne postupne platiť od roku 2017. Preto aj naftové motory spĺňajúce normu Euro 6 nie sú spôsobilé jazdiť po amerických cestách.

Čo ak by sme emisné normy sprísnil na úroveň USA?

Pokiaľ by sme emisné normy sprísnil na úroveň USA, tak by nastala veľmi podobná situácia ako v USA aj u nás v Európe. Keďže žiadna automobilka momentálne nie je schopná vyrobiť naftový motor spĺňajúci veľmi prísne americké normy v oblasti NOx bez použitia močoviny, tak by predaje áut s naftovými motormi prudko padli. Autá by sa samozrejme predávali ďalej, no išlo by o benzínové motory a podiel naftových motorov by klesol niekde k jednocifernému číslu. Značky VW a PSA, ktoré majú silnú konkurenčnú pozíciu v oblasti naftových motorov by čelili novej výzve. Naopak, ázijské značky ako napr. Toyota alebo Honda by mohli v Európe mierne posilniť na úkor európskych výrobcov.

Čo možno čakať do budúcnosti?

Zdá sa, že momentálne nevieme vyrobiť naftový motor, ktorý je tak ohľaduplný k životnému prostrediu ako benzínový. **Testovanie emisií v laboratóriu má skončiť na oboch stranách Atlantiku a meranie sa bude prevádzať v skutočnej prevádzke.** Nová norma Euro 6+ má odzrkadľovať práve túto snahu o kontakt s realitou. Problémom však je, či budú naftové motory technicky schopné splniť normy na NOx a CO2. Podľa dostupných informácií sa zdá, že momentálne toho nie sú schopné. Preto sú možné dva smery ďalšieho vývoja. Buď sa (1) zmäkčia normy najmä na NOx, alebo (2) naftové motory ustúpia do úzadia benzínovým alebo (3) príde sa s prevratnou technickou novinkou pre naftové motory. Keďže sprísňovanie emisných noriem v USA je už schválené, tak naftové motory v USA nemajú šancu ani v budúcnosti.

(1) Ak si ako európska spoločnosť povieme, že nám nevadia exhaláty a emisná norma sa zmäkčí, tak sa principiálne veľa nezmení. Súčasný naftový motor sú veľmi výrazne čistejšie ako pred 20 rokmi. Testovanie emisií áut bude prísnejšie a bude viac odzrkadľovať realitu bežnej prevádzky. To je tak všetko. Ďalšie sprísňovanie emisných noriem však už nebude možné, lebo bude trvať ešte dlho, kým tie súčasné budeme vedieť splniť v bežnej prevádzke

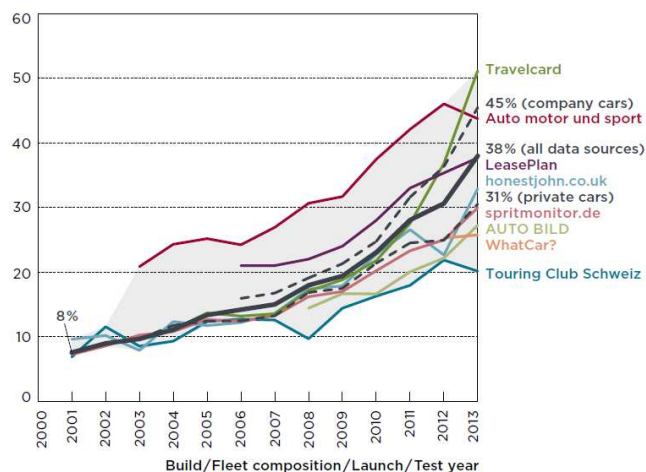
(2) Ak si ako spoločnosť povieme, že nám na emisiách NOx záleží, tak sa budeme musieť uskromniť vo výkone motorov, dynamike jazdy a akceptovať o niečo vyššiu spotrebu. V lepšom prípade budú naftové motory spĺňať normy za cenu dodatočnej inštalácie zariadenia ako

napr. SCR, ktorá pred katalyzátorom odbúrava NOx emisie (v súčasnosti VW a iní výrobcovia ponúkajú takúto možnosť vo svojich naftových motoroch pod obchodným názvom AdBlue). Alebo sa budeme musieť vzdať naftových motorov úplne a ich nahradiť modernými benzínovými motormi. Žiadna z týchto možností nie je zlá a vôbec neznamená katastrofu pre automobilový priemysel. Autá sa budú aj naďalej dobre predávať, ale budú mať inak urobený pohonný agregát ako dnes.

(3) Informácie o vývoji prevratnej novinky, ktorá by urobila z naftového motoru prijateľne čistý motor zatiaľ nie sú dostupné.

V najbližšom období teda možno čakať najprv celoplošné merania emisií v reálnej prevádzke. Tam sa takmer isto ukáže, že súčasné naftové motory nespĺňajú emisné normy na CO2 a ani na NOx s veľkým odstupom. Potom bude nasledovať diskusia, či ohneme emisné normy kvôli popularite naftových motorov alebo sa normy nezmenia a nastúpi éra benzínových motorov.

Rozdiel medzi nameranou hodnotu CO2 v laboratóriu a skutočnou prevádzkou



Pozn. Ide o odchýlky namerané rôznymi združeniami a nevládnymi organizáciami

Zdroj: International Council for Clean Transportation

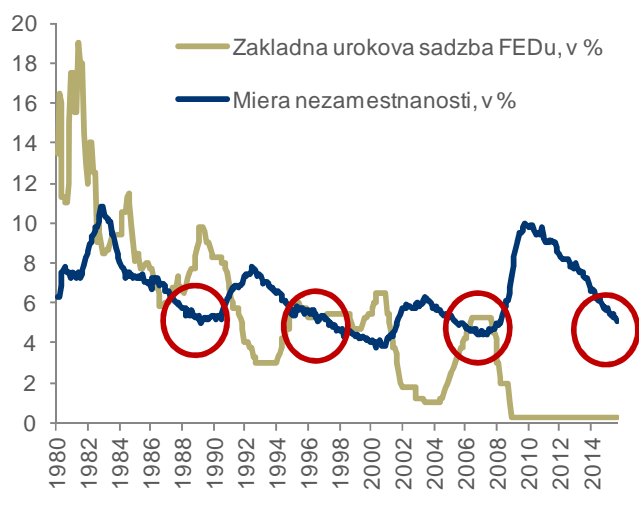
FED opäť nenabral odvalu

Sedemnásť september opäť neprelomil vyčkávanie Fed-u na prvé zvýšenie základnej úrokovej sadzby. Aj presvedčenie trhu sa s blížiacim začiatkom zasadnutia FOMC viac a viac prikláňalo na stranu nezvyšovania sadzieb, čo sa nakoniec aj potvrdilo.

Americká centrálna banka opäť potvrdila naďalej priaznivý vývoj zamestnanosti no prvýkrát spomenula aj **vývoj v zahraničí. Ten ju mal znepokojiť natoľko, že nechcela prilievať olej do ohňa.** Zverejnené prognózy rastu americkej ekonomiky sú na tento rok dokonca mierne vyššie, o niečo sa však znížil výhľad na roky 2016 a 2017. Mieru nezamestnanosti predpokladá Fed na konci roka 2016 na

4,8%. Členovia FOMC (Výbor pre operácie na voľnom trhu) revidovali aj svoju prognózu vývoja kľúčovej úrokovej sadzby. Tá naďalej počíta s prvým zvýšením ešte v tomto roku. Ďalšie štyri by mali prísť v budúcom roku. Kľúčová sadzba by sa preto na konci budúceho roka mala ocitnúť medzi 1,25% - 1,5 %. Guvernérka Fed-u na nasledujúcej tlačovej konferencii zdôraznila, že členovia FOMC chcú počkať aký dopad na USA bude mať vývoj v Číne a z toho prameniaca neistota a volatilita na finančných trhoch. **Raiffeisen RESEARCH očakával prvé zvýšenie v septembri. Keďže sa tak neudialo posunuli tento predpoklad na december.** Naďalej však zotrvávajú pri predpoklade rýchlejšieho rastu základnej sadzby v porovnaní s Fed-om.

Nezamestnanosť a základná úroková sadzba USA, %

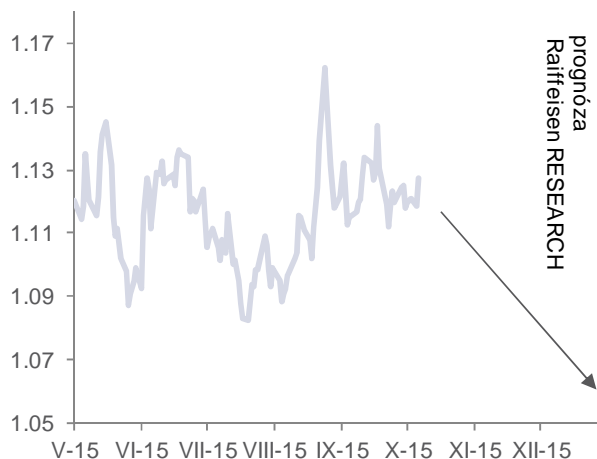


Zdroj: Thomson Reuters Datastream, Tatra banka RESEARCH

Na základe vyhlásení Jannet Yellen sa zdá, že Fed naozaj má vôľu zvyšovať sadzbu ešte tento rok. Raiffeisen RESEARCH však považuje októbrové zasadnutie za veľmi nerealistické, keďže dovtedy nebudú zverejnené takmer žiadne nové makroekonomické čísla. Vyššiu pravdepodobnosť má preto určite decembrové zasadnutie. Avšak po posledných udalostiach je riziko, že Fed si opäť nájde nejaký dôvod na odloženie prvého zvýšenia základnej úrokovej sadzby, pomerne vysoké.

Odhliadnuc od spomínaného rizika by mal vývoj priniesť ďalšie posilnenie dolára voči euru. Posledných pár týždňov sa menový pár EUR/USD pohybuje v rozmedzí 1,1-1,15. **S blížiacim sa koncom roka by sa však mohol dotknúť hranice 1,05 EUR/USD** a do konca prvej polovice roka 2016 by aj vzhľadom na stále uvoľnenú politiku ECB mal byť kurz najobchodovanejšieho menového páru takmer na úrovni parity.

Kurz EUR/USD



Zdroj: Thomson Reuters Datastream, prognóza Raiffeisen RESEARCH

Ukrajinská ekonomika sa stabilizuje

Makroekonomické čísla ukrajinskej ekonomiky vyzerajú hrozivo. Ekonomika sa za prvý kvartál prepadla o 16 % a ceny sa zvýšili o viac ako 50 %. **Posledné čísla z ekonomiky nášho východného suseda však naznačujú postupnú stabilizáciu.** Zvýšenie investičnej aktivity pomohlo zmierniť prepad HDP v druhom kvartáli na 14,6 % a zmiernenie prepadu priemyselnej produkcie z 13,4 % na 5,8 % sľubuje zlepšenie HDP aj v treťom kvartáli.

Dôležitým krokom k stabilizácii bolo určite aj uzavretie dohody o reštrukturalizácii 18 mld. dlhu v amerických dolároch. Polročné rokovania vyústili do dohody o znížení istiny o 20 % (3,6 mld. USD, 4,3 % HDP) a predĺžení priemernej splatnosti o 4 roky. Reštrukturalizácia dlhu síce neznižuje radikálne ukrajinský verejný dlh, ale určite pomôže dostať verejné financie do solídnejšej pozície a poskytnúť Ukrajine priestor na reformy.

Prehľad makroekonomických ukazovateľov

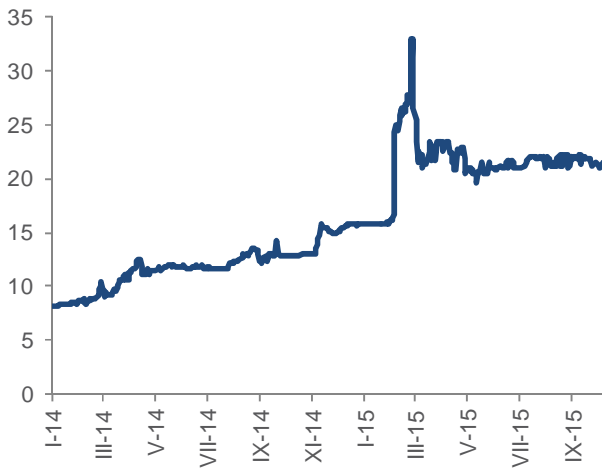
Ukrajina	2014	2015f	2016f	2017f
HDP, s.c., %	-6.8	-10.0	1.5	3.0
Priemerná mesačná hrubá mzda (EUR)	240.2	169.8	-	-
Miera nezamestnanosti. (%)	9.3	11.5	11.0	10.0
Schodok štátneho rozpočtu, (% HDP)	-11.0	-7.0	-5.5	-3.0
Verejný dlh, (% HDP)	70.0	95.0	90.0	100.0

Zdroj: Thomson Reuters Datastream, prognóza Raiffeisen RESEARCH, f- prognóza, s.c.- stále ceny

Ďalšou vzpruhou pre ukrajinskú ekonomiku je externá finančná pomoc, ktorá pomáha zvýšiť rezervy v cudzej mene. Jedným zdrojom je ďalšia vyplatená tranža z pomoci od Medzinárodného menového fondu v objeme 1,7 mld. USD a druhým zase pôžička od banky pre obnovu a rozvoj

a Európskej komisie vo výške 0,5 mld USD. **Dokopy sa tak menové rezervy Ukrajiny navýšili na 12,6 mld. USD. Táto suma predstavuje 14% HDP** a pokryje viac ako tri mesiace dovozov Ukrajiny. Podľa memoranda MMF by mali menové rezervy dosiahnuť na konci tohto roka hodnotu 18,3 mld. USD. Vzhľadom na ďalšie dve tranže od MMF (3,4 mld. USD), druhú tranžu od EU (0,6 mld. USD) a menové swapy s Čínou alebo Švédskom by tento cieľ mal byť dosiahnuteľný. Celá snaha Národnej banky Ukrajiny (NBU) však stojí a padá na dosiahnutí dohody s Ruskom o splátke eurobondu v hodnote 3 mld. USD.

Vývoj USD/UAH



Zdroj: Thomson Reuters Datastream, prognóza Raiffeisen RESEARCH

Zlepšenie makroekonomických čísel sa prejavilo aj na stabilite hrivny. Aj keď krátkodobá volatilita stále existuje, pohybuje sa len v pásme od 21 do 23 USD/UAH. Za účelom zmiernenia volatility domácej meny zaviedla národná banka viaceré menové obmedzenia, ktoré v súčasnosti len postupne uvoľňuje. Aj keď NBU hovorí o výraznejšom uvoľnení reštrikcií už v decembri, podľa Raiffeisen RESEARCH sa tak stane až v prvej polovici roka 2016.

Situácia Ukrajiny je vo všeobecnosti stále veľmi krehká. Neistota spôsobená konfliktom na východe a pomalší priebeh reforiem však čiastočne neguje dosiahnuté zlepšenia.

Eurozóna	07.10.2015	12/2015	03/2016	06/2016	09/2016
ECB kľúčová sadzba	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Euribor 1M	-0.11	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15
Euribor 3M	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05
Euribor 6M	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 12M	0.14	0.10	0.10	0.10	0.20
Nemecký bund 2Y	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.20
Nemecký bund 5Y	0.01	0.10	0.20	0.30	0.50
Nemecký bund 10Y	0.61	0.70	0.90	1.10	1.30

USA	07.10.2015	12/2015	03/2016	06/2016	09/2016
Fed funds	0.25	0.50	0.75	1.00	1.50
Libor 3M	0.32	0.70	1.00	1.20	1.70
T-Notes 5Y	1.35	1.70	1.90	2.10	2.40
T-Notes 10Y	2.07	2.40	2.60	2.80	3.10

Kľúčové sadzby centrálnych bánk	07.10.2015	12/2015	03/2016	06/2016	09/2016
Česká republika	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Poľsko	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
Maďarsko	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35

Devízové kurzy	07.10.2015	12/2015	03/2016	06/2016	09/2016
EUR/USD	1.12	1.05	1.05	1.03	1.01
EUR/CHF	1.09	1.08	1.10	1.12	1.12
EUR/GBP	0.73	0.71	0.70	0.68	0.71
EUR/JPY	135	131	137	140	148
USD/JPY	120	125	130	130	132
EUR/CZK	27.09	27.10	27.10	27.00	26.40
EUR/HUF	312	315	310	315	315
EUR/PLN	4.22	4.15	4.10	4.10	4.05
EUR/RON	4.41	4.45	4.40	4.45	4.40

	2013	2014	2015f	2016f	2017f
HDP, reálne ceny, % r/r	1.4	2.4	3.3	3.5	3.5
HDP, nominálne v mld. EUR	73.6	75.2	77.7	80.9	85.5
Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r	-0.8	2.2	2.1	2.5	3.0
Investície, reál. ceny, % r/r	-2.7	5.7	10.0	2.5	5.0
Priemyselná produkcia, % r/r	4.6	3.7	4.5	4.5	4.0
Zamestnanosť, ESA ¹ % r/r	-0.8	1.4	1.8	0.9	0.7
Nezamestnanosť, VZPS ² , %	14.2	13.2	11.5	10.8	10.1
Nominálne mzdy, % r/r	2.4	4.1	2.5	3.5	4.5
Inflácia, priemer, % r/r	1.4	-0.1	-0.2	0.7	2.5
Inflácia, koniec obdobia, % r/r	0.4	-0.1	0.0	1.2	2.5
Ceny priemyselných výrobcov, % r/r	-0.1	-3.5	-3.6	0.0	2.0
Deficit verejných financií, % HDP	-2.6	-2.9	-2.5	-1.9	-0.9
Verejný dlh, % HDP	54.6	53.6	53.4	52.8	51.9

1) na základe podnikových štatistík

2) výberové zisťovanie pracovných síl

Upozornenie:

Súbor informácií obsiahnutý v tomto dokumente (ďalej len "Informácie") nie je návrhom, verejným návrhom na uzatvorenie zmluvy, časťou zmluvy, pokynom, marketingovým oznámením, investičným poradenstvom, investičným odporúčaním, vyhlásením verejnej obchodnej súťaže, verejným prísľubom, verejnou ponukou alebo výzvou na upísanie cenného papiera v zmysle všeobecne záväzných právnych predpisov platných na území Slovenskej republiky. Tieto Informácie majú výhradne informatívny charakter a nenahrádzajú nevyhnutnú odbornú starostlivosť v oblasti poskytovania investičných služieb.

Tatra banka, a.s., so sídlom Hodžovo námestie 3, 811 06 Bratislava 1, IČO: 00 686 930, zapísaná v Obchodnom registri Okresného súdu Bratislava I, oddiel Sa, vložka číslo 71/B (ďalej len „Tatra banka, a.s.“) pri spracovaní Informácií postupovala s maximálnou starostlivosťou, a to najmä pri výbere Informácií z verejne dostupných zdrojov, ktoré použila pri spracovaní Informácií. Tatra banka, a.s. nezodpovedá za úplnosť a presnosť poskytovaných Informácií, ani za ich nesprávne použitie a aplikáciu. Použitím Informácií uvedených v tomto dokumente nevzniká právo na náhradu prípadnej škody alebo jej časti. Vyjadrenia a stanoviská prezentované v rámci Informácií sa nemusia zhodovať s vyjadreniami a stanoviskami Tatra banky, a.s. ani iných subjektov.

V prípade, ak sú medzi Informáciami uvedené aj údaje o výkonnosti akéhokoľvek finančného nástroja, či už v minulosti alebo ako odhad do budúcnosti, potom Tatra banka, a.s. upozorňuje na skutočnosť, že sa nejedná o spoľahlivý ukazovateľ o výkonnosti v budúcnosti.

Obsah tohto dokumentu nebol skontrolovaný žiadnym orgánom dohľadu. Klientom sa odporúča postupovať s primeraným uvážením vo vzťahu k Informáciám uvedeným v tomto dokumente a v prípade akýchkoľvek pochybností vo vzťahu k Informáciám uvedeným v tomto dokumente, odporúčame klientom aby sa poradili s príslušnými odborníkmi.

Daňový režim závisí od individuálnej situácie klienta a v budúcnosti sa môže zmeniť.

Sprístupnenie Informácií obsiahnutých v tomto dokumente sa riadi právnym poriadkom Slovenskej republiky. Tatra banka, a.s. ani ďalšie subjekty, ktorých produkty a služby môžu byť spomenuté v rámci Informácií, nezodpovedajú za možnosť použitia týchto produktov a služieb mimo územia Slovenskej republiky a taktiež nezodpovedajú za to, či použitie týchto Informácií je v súlade so zákonmi alebo s inými všeobecne záväznými právnymi predpismi iných krajín.

Akékoľvek preberanie Informácií uvedených v tomto dokumente je povolené bez predchádzajúceho písomného súhlasu Tatra banky, a.s. len v rozsahu zákonnej licencie v zmysle zákona č. 618/2003 Z.z. o autorskom práve a právach súvisiacich s autorským právom (Autorský zákon) v znení neskorších predpisov.