

## obsah

### Na realitnú bublinu len úvery nestačia

2

Počas prvých deviatich mesiacov tohto roka sme v eurozóne zaznamenali postupný nárast objemu úverov na bývanie a v septembri sa ich hodnota ocitla na úrovni 2.1 % medziročne. V jednotlivých krajinách eurozóny je však situácia diametrálne odlišná. Podľa štatistiky NBS je cenový vývoj na Slovensku vzhľadom na dlhodobý dvojciferný rast úverov ešte veľmi mierny (1,2 % r/r za m2). Ak sa však pozrieme na obdobný index uverejňovaný Eurostatom, tak vidíme pomerne významnú odchýlku od indexu NBS. Viac ako 5 %- ný medziročný rast indexu cien nehnuteľností podľa Eurostatu pôsobí minimálne intuitívnejšie. Pozitívom je, že zvýšený dopyt po bývaní má do istej miery odozvu aj v ponuke. Predpokladáme, že rast cien je v súčasnosti výsledkom jednak dobiehania ekonomickej reality, ale aj zvýšenou dôverou v ekonomiku a rastom pracovných príležitostí. Aj keď je na Slovensku výrazne odlišná situácia ako v eurozóne, rozhodne nie je priestor na paniku. Jedným dychom však treba dodať, že čím dlhšie bude rast cien pokračovať prípadne akcelerovať, tým viac treba mať na pamäti, že ceny zvyknú aj klesať.

### Dva týždne prelomových rozhodnutí

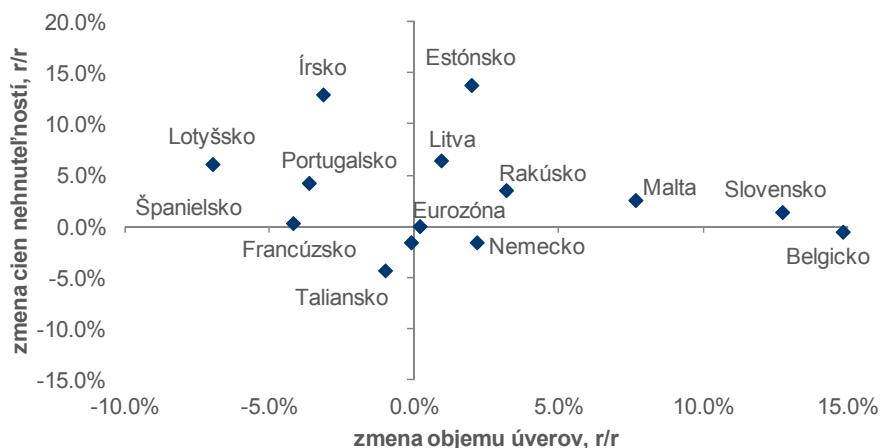
4

December 2015 má šancu byť prelomový v oblasti nastavenia menovej politiky na oboch stranách Atlantiku. Keďže vývoj ekonomík USA a eurozóny je odlišný, tak aj rozhodnutia centrálnych bánk budú úplne odlišné. Robustný rast ekonomiky USA pravdepodobne povedie k symbolickému ukončeniu Veľkej depresie – rastu základnej úrokovej sadby z nulovej úrovne. V eurozóne, síce pozitívny no slabý ekonomický rast nie je schopný vytvoriť požadovanú 2% infláciu a tak ECB bude musieť siahnuť hlbšie do arzenálu zbraní. Aj keď sa naplnia očakávania analytikov, tak objem kvantitatívneho uvoľňovania nedosiahne rozmery ako v USA. ECB však pravdepodobne zníži zápornú 1-dňovú depozitnú sadzbu ešte hlbšie do mínusu, čo sa už čoskoro prejaví aj na úročení krátkych depozit v komerčných bankách.

#### Kontakty:

robert\_prega@tatrabanka.sk, juraj\_valachy@tatrabanka.sk, boris\_fojtik@tatrabanka.sk

### Ceny nehnuteľností rastú vo väčšine krajín eurozóny

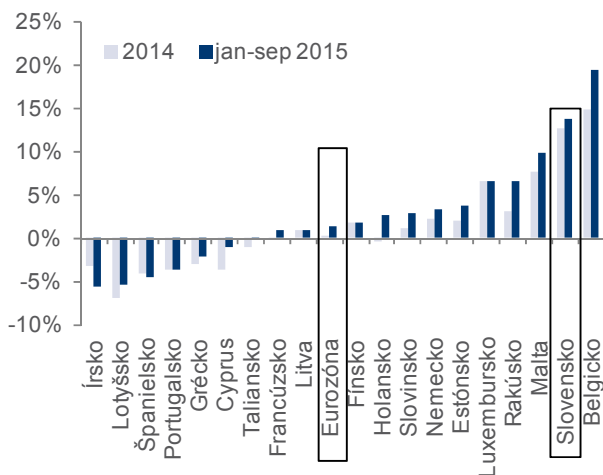


## Na bublinu len úvery nestačia

Cieľom politiky ECB je udržiavať infláciu blízko ale tesne pod 2 % medziročne. Naplniť tento záväzok je v súčasnej dobe naozaj extrémne zložitá. Ceny ropy sa vďaka slabšiemu dopytu výrazne vyššej ponuke dostali v posledných dňoch takmer na krízové minimum. Pri poklese ceny ropy zo 110 USD na 40 USD, čo je pokles o viac ako 60 %, to je pri jej veľkom priamom a nepriamom vplyve na infláciu, priam nadľudská úloha. Návrat k rýchlejšiemu rastu cien na európskej úrovni príde podľa nás preto až s rastom cien ropy. Za ten čas však bude ECB minimálne udržiavať nastolený kurz historicky najviac uvoľnenej menovej politiky s jej rôznymi dôsledkami.

Aké môžu byť dôsledky prebytočných peňazí, ktoré ECB chrlí na trh? Tradičnými destináciami takýchto prebytkov sú nehnuteľnosti alebo akcie. V eurozóne je akciový trh v porovnaní napríklad s USA menej rozvinutý a trh s nehnuteľnosťami by preto mohol byť ešte viac vystavený prípadným prebytkom zdrojov na trhu. Čo by prípadné nafúknutie bubliny s pomocou úverovej expanzie a jej následky mohli spôsobiť si určite väčšina z nás pamätá ešte z nedávnej minulosti. Z tohto dôvodu je zvyšujúca sa pozornosť ohľadom vývoja cien nehnuteľností na mieste. Na celoeurópskej úrovni nás však hneď na úvod môže upokojiť pohľad na vývoj úverov na bývanie. Za celú eurozónu ich objem v minulom roku nerástol a situácia sa začala meniť až tento rok. Počas prvých deviatich mesiacov tohto roka sme v eurozóne zaznamenali **postupný nárast objemu úverov na bývanie a v septembri sa ich hodnota ocitla na úrovni 2.1 % medziročne.**

### Rast úverov na bývanie, r/r, %



Zdroj: ECB, Tatra banka RESEARCH

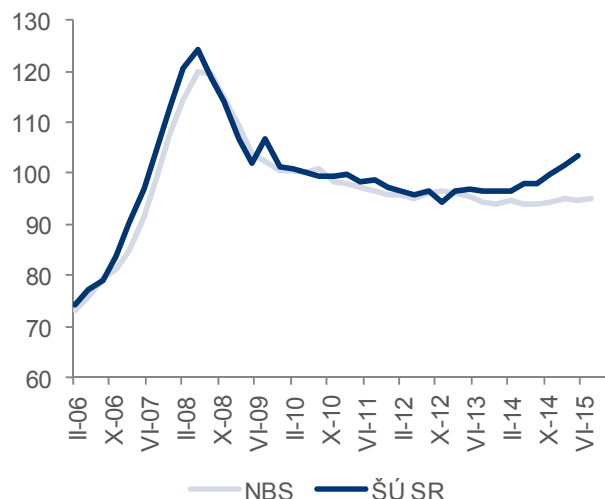
Lacné úvery, prípadne ich vyššia dostupnosť však nie sú jediným dopadom politiky ECB. Menová politika lacných peňazí tlačí úrokový výnos na minimum a peniaze hľadajúce čo najvyšší výnos sa presúvajú do nehnuteľností. Preto môžu byť ceny nehnuteľností tlačené nahor aj z dôvodu presunu aktív za očakávaným výhodnejším zhodnotením, ktoré

nehnutelnosti oproti iným aktívam ponúkajú. Najlepším príkladom je z tohto pohľadu Nemecko, ktoré bolo aj počas najhorších momentov krízy ekonomicky stabilné. V období zvýšenej neistoty bolo preto pokojným prístavom nielen pre dlhopisových investorov, ale aj pre investorov do nehnuteľností, ktoré na rozdiel od dlhopisov prinášajú aj výnos.

V jednotlivých krajinách eurozóne je však situácia diametrálne odlišná. V Írsku, Lotyšsku alebo Španielsku bol priemerný pokles objemu poskytnutých úverov počas prvých deväť mesiacov okolo 5 %. Zároveň v týchto krajinách vidieť rast cien nehnuteľností. Pravdepodobne ako dôsledok príliš prudkého poklesu v minulosti, ktorý sa teraz koriguje. Na druhej strane **sú krajiny ako Belgicko, Malta a Slovensko kde ani vysoký rast úverov s cenami nehnuteľností až tak výrazne nehýba.**

To nás iba utvrdzuje v tom, že na vývoj cien nehnuteľností vplyva vždy viacero faktorov. Medzi rozhodujúce však určite patria vývoj úverov na bývanie a ekonomický cyklus vývoja daných ekonomík. Slovensko by malo byť prípad, kde práve úverová expanzia vďaka nízkym úrokom a priaznivému makroekonomickému prostrediu umožňuje výrazne zvyšovať aktivitu na realitnom trhu. Na základe vyjadrení realitných kancelárií, nie je núdza o záujemcov o kúpu nehnuteľnosti. Čo by mohlo následne znamenať aj tlak na ceny nehnuteľností. **Podľa štatistiky NBS je však cenový vývoj vzhľadom na dlhodobý dvojciferný rast úverov iba veľmi mierny.** Priemerný meter štvorcový za celé Slovensko sa v treťom kvartáli ponúkal iba o 1,2 % vyššiu cenu ako tomu bolo rok predtým. Najvyšší aj to len 3,2 %-ný nárast bol v treťom kvartáli v Bratislave. Zaujímavejší pohľad sa nám však naskytne keď sa pozrieme na nehnuteľnosti podľa ich typu. **Keď z priemernej ceny vylúčime vplyv domov, tak vidíme zrazu nárast o 5,6 % medziročne.** Priemerná cena za m<sup>2</sup> domu klesla v 3. kvartáli o 1,6 %.

### Vývoj indexu cien podľa Eurostatu (ŠÚ SR) a NBS, 2010=100



Zdroj: Eurostat, NBS, Tatra banka RESEARCH

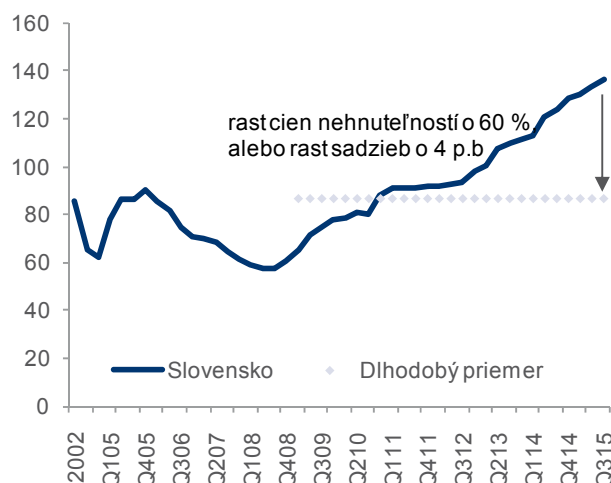
V tieni mediálne najsledovanejších cien nehnuteľností zverejňovaných NBS sú čísla Štatistického úradu SR. Vo viacerých aspektoch aj oprávnené. Tieto „ceny nehnuteľností“ začali byť zverejňované len relatívne nedávno. Sú síce uverejňované kvartálne no s odstupom až dvoch štvrtrokov, čiže o tri mesiace neskôr ako uverejní výsledky NBS. A snáď najväčšou nevýhodou je, že vidíme iba index cien a nie cenu za m<sup>2</sup> v eurách. Navyše index cien nehnuteľností ŠÚ SR (zverejňovaný Eurostat-om) v minulosti takmer 100 % - ne kopíroval index cien NBS, čiže nebol dôvod sa oň výraznejšie zaujímať. Avšak vývoj zo začiatku tohto roka pritiahol našu pozornosť. **Index ŠÚ SR sa pomerne významne odchytil od indexu NBS.** Kým relatívne stabilné, resp. len veľmi málo rastúce ceny nehnuteľností na základe hodnôt z NBS sa len ťažko v súčasných podmienkach vysvetľovali, **viac ako 5 %-ný medziročný rast indexu cien nehnuteľností podľa ŠÚ SR pôsobí aspoň intuitívnejšie.** Táto štatistika nám ponúka aj pohľad na vývoj cien podľa veku nehnuteľností. V prvých dvoch kvartáloch tohto roka rástol celý index o 5,3 % resp. 5,6 % medziročne a ceny ťahali nahor skôr nehnuteľnosti staršie ako tri roky. Tie zaznamenali v rovnakom období rast v priemere o 6,5 % medziročne.

Rýchlejší rast cien starších nehnuteľností ako nových môže prameniť z viacerých dôvodov. Častokrát lepšia poloha nehnuteľností, väčší predchádzajúci pokles cien takýchto nehnuteľností, nižšia absolútna cena za meter štvorcový a z toho plynúci rýchlejší relatívny rast, rýchlejšia dostupnosť (novostavby sa vo veľa prípadoch predávajú vo fáze projektu „predaj na papieri“).

Štatistika ŠÚ SR nám okrem iného hovorí o tom aké percento z kupovaných nehnuteľností sú nehnuteľnosti nové (do troch rokov) a nehnuteľnosti staršie (3 a viac rokov). Môžeme vidieť, že **takmer tretina nehnuteľností, ktoré sa v minulom roku na Slovensku predali boli byty mladšie ako tri roky.** Týmto výsledkom zapadáme do priemeru európskych krajín.

Aj napriek nie až tak dramatickému nárastu cien sa už objavili v médiách prvé nadpisy o nafukovaní realitnej bubliny. Pripomeňme si preto čo sú typické sprievodné znaky rastúcej bubliny na trhu s nehnuteľnosťami? Prudké zvýšenie rastu cien nezriedka aj dvojciferné. Dopyt, ktorý je poháňaný aj iným ako reálnym dopytom po bývaní (špekulatívny, investičný dopyt). A v neposlednom rade pomôže nafúknutiu bubliny nedostatok nových nehnuteľností resp. oneskorená reakcia developerov na zvýšený dopyt. A výsledkom kombinácie spomínaných faktorov je nakoniec extrémne nízka dostupnosť bývania. Od tejto situácie sme však vďaka vývoju za posledných šesť rokov zatiaľ na míle vzdialení. Kumulatívny pokles cien nehnuteľností je ešte stále zhruba 15 % od ich vrcholu v roku 2008, nárast nominálnej mzdy o viac ako 20 % za toto obdobie a najmä výrazný pokles úrokových sadzieb o 4 p.b.

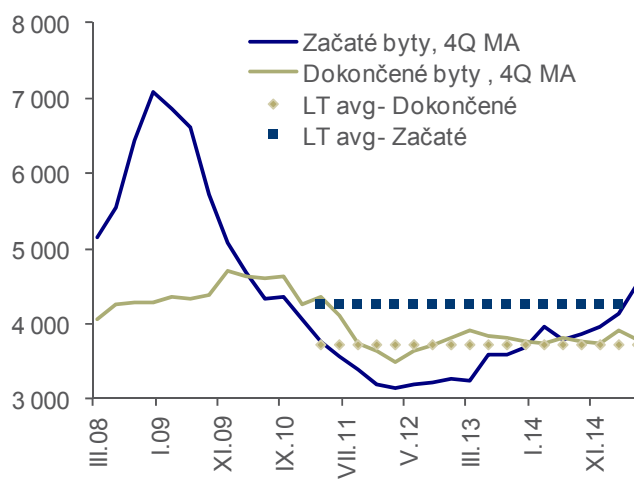
## Dostupnosť bývania na Slovensku



Zdroj: ŠÚ SR, Tatra banka RESEARCH

Čo by sa muselo udiť aby sa dostupnosť bývania opäť dostala na povedzme priemernú hodnotu indexu dostupnosti bývania? Pri zachovaní všetkých ostatných premenných nezmenených by ceny nehnuteľností museli skokovo vzrásť o 60 %, čo by pri súčasnom tempe rastu cien trvalo viac ako 9 rokov. Alebo by sa sadzby museli zvýšiť na predkrízovú úroveň, čiže zhruba na 7 %. Oba tieto scenáre sú viac ako nepravdepodobné a preto nám z pohľadu dostupnosti bývania realitná bublina momentálne nehrozí. **Ďalším pozitívom je, že zvýšený dopyt má do istej miery odozvu aj v ponuke.** Počet vydaných stavebných povolení už preskočil svoj dlhodobý priemer a mierne sa v prvom polroku zvýšil aj počet dokončených bytov.

## Vývoj dokončených a rozostavaných bytov



Zdroj: ŠÚ SR, Tatra banka RESEARCH

Predpokladáme, že rast cien je v súčasnosti výsledkom jednak dobiehania ekonomickej reality, ale aj zvýšenou dôverou v ekonomiku a rastom pracovných príležitostí. A rast úverov je dobrým katalyzátorom rastu cien v takýchto podmienkach. Spomaľovanie rastu úverov spolu so zvýšenou

ponukou by však mali pôsobiť tlmiačo na rast cien nehnuteľností v ďalšom období.

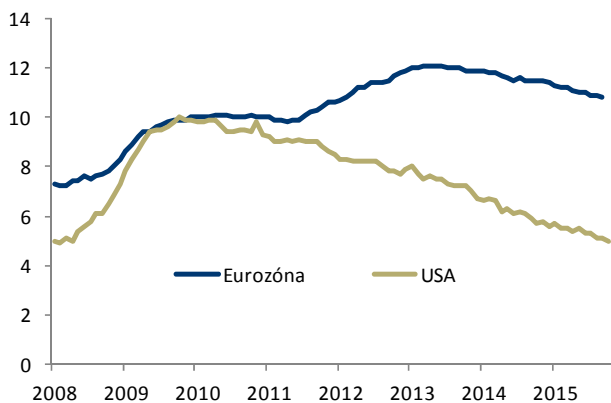
V súčasnom prostredí nízkych úrokových sadziieb môže mať vyšší rizikový apetít potenciál zvýšiť ceny nehnuteľností na úrovne, ktoré nie sú z fundamentálneho pohľadu oprávnené. Trh s rezidenčnými nehnuteľnosťami bol na začiatku viacerých finančných turbulencií, najmä v prípade keď bol rast cien nehnuteľností sprevádzaný silným rastom úverov. Oživenie cien nehnuteľností na úrovni eurozóny, ktoré je dnes vidieť, vykazuje minimum znakov nárastu nerovnováhy alebo rapidného rastu úverov na nehnuteľnosti. Aj keď je na Slovensku výrazne odlišná situácia ako v ostatnej časti eurozóny, rozhodne nie je priestor na paniku. Jedným dychom však treba dodať, že čím dlhšie bude podobný vývoj pokračovať prípadne akcelerovať, tým viac treba mať na pamäti, že ceny môžu aj klesať (a niekedy aj výrazne).

## Dva týždne prelomových rozhodnutí

**December 2015 má šancu byť prelomový v oblasti nastavenia menovej politiky na oboch stranách Atlantiku.**

Vývoj ekonomík USA a eurozóny je od nástupu krízy odlišný. V USA sa nástup krízy okamžite prejavil na poklese ekonomiky a rýchlom náraste nezamestnanosti. Americká centrálna banka (FED) najprv znížila základnú úrokovú sadzbu na nulu a potom začala odvážne s tzv. kvantitatívnym uvoľňovaním. Pomerne rýchlo sa dostavila rastúca fáza ekonomiky, ktorá trvá doteraz. Zlepšovanie vidíme na poklese miery nezamestnanosti na predkrízové hodnoty a jadrová inflácia dosahuje svoje dlhodobé hodnoty (okolo 2%). Preto je logické, že **FED začína v krátkej dobe s dvíhaním svojej kľúčovej sadzby**. Na decembrovom zasadnutí FEDu (15-16. december 2015) očakávame historické rozhodnutie – rast základnej úrokovej sadzby o 0,25%. Okrem faktického rastu sadziieb pôjde o rozhodnutie, ktoré bude mať aj veľký historický význam. **Bude to symbolické ukončenie Veľkej depresie.**

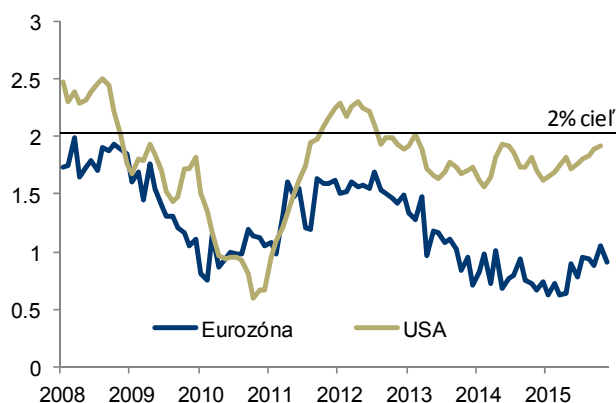
## Miera nezamestnanosti, v %



Zdroj: Reuters Datastream, Tatra banka RESEARCH

V Eurozóně je situácia iná. Po nástupe krízy v roku 2009 viacero krajín obnovilo svoj rast, no v iných nastali sekundárne problémy s verejnými financiami. Preto je **výkon ekonomiky slabý, čo vidieť na stále vysokej miere nezamestnanosti a nízkej úrovni jadrovej inflácie** (celková inflácia očistená o volatilné ceny potravín a energií). V decembri 2015 preto zo strany **ECB očakávame ďalšie uvoľnenie menovej politiky vo forme jednak zníženia depozitnej sadzby o 0,1-0,3% a zároveň buď navýšenie objemov mesačných nákupov dlhopisov alebo predĺženie doby ich nákupov** (prípadne oboje naraz).

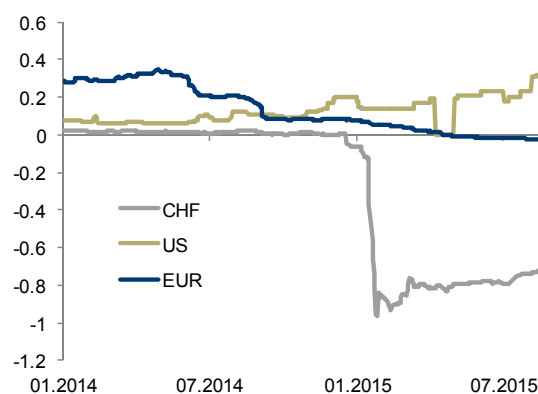
## Jadrová inflácia, v %



Pozn. Jadrová inflácia je celková inflácia bez cien potravín a energií  
Zdroj: Reuters Datastream, Tatra banka RESEARCH

Depozitná sadzba určuje koľko dostanú komerčné banky za uloženie peňazí v ECB za jeden deň. Tým, že táto sadzba je už dlhšie záporná sa ECB snaží demotivovať banky od ukladania peňazí v ECB a snaží sa tak, aby ich banky dali do obehu vo forme úverov. Ďalším znížením sa táto demotivácia zvýši a následne sa pravdepodobne **prenesie už aj na klientov bánk**. Na konci novembra bola 1-dňová sadzba na úrovni -0,2%. Vo Švajčiarsku je depozitná sadzba dokonca -0,75%, takže terén záporných sadziieb je preskúmaný do tejto úrovne. Záporná sadzba v tejto krajine má trochu iný cieľ - demotivovať investície do švajčiarskeho franku a teda oslabiť tlak na jeho posilňovanie voči euru.

## 3-mesačná úroková sadzba, v %



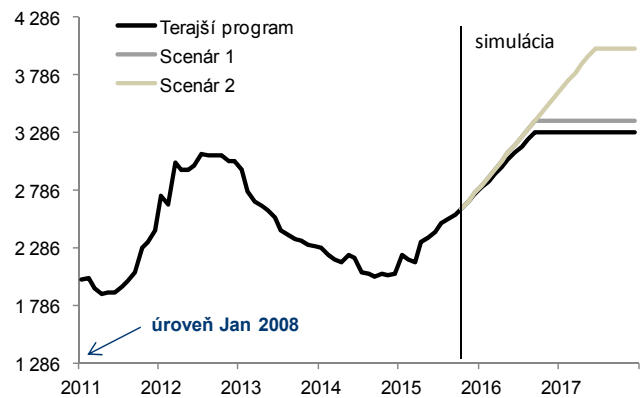
Zdroj: Reuters Datastream, Tatra banka RESEARCH

ECB od apríla 2015 prevádza tzv. kvantitatívne uvoľňovanie v objeme 60 mld. eur mesačne a takéto nákupy majú trvať do septembra 2016. Inflácia je však nižšia ako očakávala ECB v lete a navyše sa aj prognóza inflácie na ďalšie roky znížila. Inflačné očakávania firiem a domácností na ďalšie roky sa neustále znižujú, čo je pre ECB asi najhoršia správa. Preto v decembri (3.decembra je zasadnutie Výkonného Výboru ECB) dôjde pravdepodobne k zintenzívneniu programu nákupu teda k navýšeniu mesačnej sumy na povedzme 60 mld. eur alebo k ohlásenému predĺženiu programu nákupu dlhopisov o pol roka. Obidva kroky povedú k zníženiu krátkodobých úrokových sadzieb a zároveň aj k zníženiu dlhodobých sadzieb, pretože obidve možnosti znamenajú dlhšie obdobie nízkych sadzieb.

V kontexte minulých krokov iných významných centrálnych bánk sveta sú to však ešte stále pomerne konzervatívne objemy peňazí. **Keby ECB zrýchlila nákup dlhopisov na 100 mld. eur mesačne a predĺžila program až do júna 2017, tak až vtedy by veľkosť nákupov dlhopisov v pomer k HDP dosiahla veľkosť ako v USA či UK.** V tomto teoretickom prípade by sa nakúpili dlhopisy za spolu 2 400 mld. eur. Preto program nákupu dlhopisov má ešte

priestor na rast, no ECB asi nebude chcieť hneď v decembri použiť všetky zbrane.

### Aktíva ECB, v mld. eur



Pozn. Terajší program znamená mesačné nákupy 60 mld. eur do 09/2015, Scenár 1 je mesačné nákupy 70 mld. eur do 09/2015, Scenár 2 je mesačné nákupy 70 mld. eur do 06/2016

Zdroj: Reuters Datastream, Tatra banka RESEARCH

<b>Eurozóna</b>	<b>02.12.2015</b>	<b>12/2015</b>	<b>03/2016</b>	<b>06/2016</b>	<b>09/2016</b>
ECB kľúčová sadzba	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Euribor 1M	-0.16	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15
Euribor 3M	-0.12	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05
Euribor 6M	-0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 12M	0.04	0.10	0.10	0.10	0.10
Nemecký bund 2Y	-0.44	-0.25	-0.25	-0.25	-0.20
Nemecký bund 5Y	-0.21	0.10	0.20	0.30	0.50
Nemecký bund 10Y	0.46	0.70	0.90	1.10	1.30

<b>USA</b>	<b>02.12.2015</b>	<b>12/2015</b>	<b>03/2016</b>	<b>06/2016</b>	<b>09/2016</b>
Fed funds	0.25	0.50	0.75	1.00	1.50
Libor 3M	0.42	0.70	0.95	1.20	1.70
T-Notes 5Y	1.60	1.70	1.90	2.10	2.40
T-Notes 10Y	2.15	2.40	2.60	2.80	3.10

<b>Kľúčové sadzby centrálnych bánk</b>	<b>02.12.2015</b>	<b>12/2015</b>	<b>03/2016</b>	<b>06/2016</b>	<b>09/2016</b>
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	1.00	1.00	1.00

<b>Devízové kurzy</b>	<b>02.12.2015</b>	<b>12/2015</b>	<b>03/2016</b>	<b>06/2016</b>	<b>09/2016</b>
EUR/USD	1.06	1.05	1.05	1.03	1.01
EUR/CHF	1.09	1.08	1.10	1.12	1.12
EUR/GBP	0.70	0.71	0.70	0.68	0.71
EUR/JPY	130	131	137	134	133
USD/JPY	123	125	130	130	132
EUR/CZK	27.01	27.10	27.10	27.00	26.40
EUR/HUF	311	315	310	315	315
EUR/PLN	4.28	4.20	4.25	4.20	4.20
EUR/RON	4.46	4.45	4.40	4.45	4.40

	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015f</b>	<b>2016f</b>	<b>2017f</b>
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 <sup>1</sup> % r/r	-0.8	1.4	1.8	0.9	0.7
Nezamestnanosť, VZPS <sup>2</sup> , %	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.