

obsah

Nástup recesie nevidíme, no mierne spomalenie áno

2

S príchodom pochmúrnych zimných dní prišla podobná nálada aj na finančné trhy. Od decembra 2015 začali klesať akcie, ropa a v USA aj nálady manažérov v priemysle. V tomto vydaní Mesačníka sme sa pozreli detailne na jednotlivé ukazovatele, či naozaj veštia prichádzajúcu búrku. Myslíme si, že žiaden z nich nenaznačuje vážny problém, no zároveň nemožno čakať, že rok 2016 bude jednoznačne lepším ako rok 2015. Z pohľadu ekonóma je najväčším otáznikom situácia v Číne. Táto tretia najväčšia ekonomika na svete má stále pomerne svižný rast, no čo je podstatné, nemáme veľa dôveryhodných informácií o stave úverov a finančnej kondícii podnikov. Pokiaľ sa však podarí udržať čínske hospodárstvo v slušnom raste, tak svetovej ekonomike nehrozí veľké ochladenie.

Ako nízko môžu klesnúť negatívne sadzby?

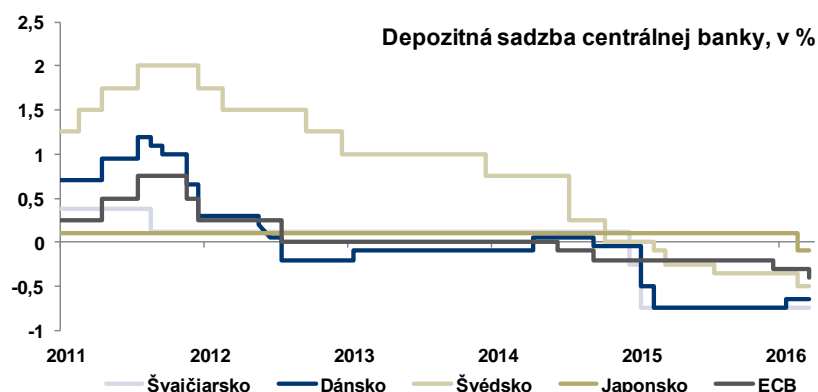
4

Kvôli obávanej deflácii sa ECB rozhodla využiť aj negatívne úrokové sadzby. Neistotu ohľadom efektov takéhoto opatrenia netaja aj niektorí centrálni bankári. Jedným dychom dodávajú, že potreba opatrení na uvoľnenie menovej politiky je tak veľká, že sú ochotní podstúpiť aj istú mieru rizika. Penalizovanie prebytočnej likvidity predstavuje taktiež riziko v podobe vyššej tolerancie komerčných bánk preberať kreditné riziko. Dôvodom prečo banky zatiaľ neprenášajú negatívne sadzby na väčšinu zákazníkov je riziko odlevu vkladov. Za istých okolností však môžu byť aj záporné úrokové sadzby pre klienta výhodné. Vo všeobecnosti zatiaľ prevažuje názor, že pozitíva negatívnych sadzieb zatiaľ prevyšujú ich nedostatky.

Kontakty:

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

"Aj matematici si dlho mysleli, že existencia záporných čísel je absurdná."



Máme pred sebou recesiou?

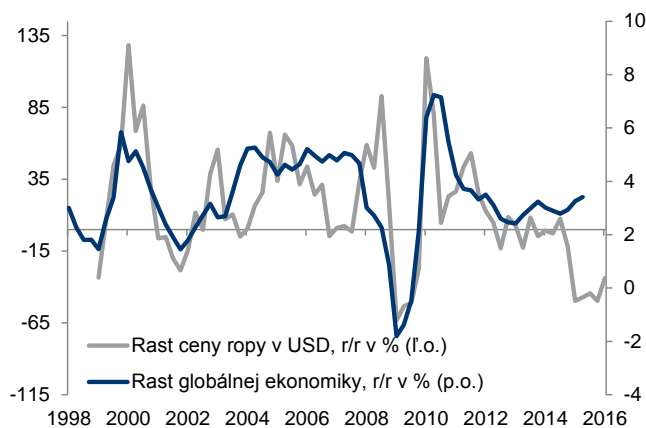
Za ostatné týždne sme boli svedkami zvýšenej volatility na svetových finančných trhoch. **Nárast neistoty bol jasne viditeľný a začalo sa špekulovať, či nás nečaká ďalšia globálna recesia.** Pokiaľ by sa tak stalo, tak by to bolo zlé pre väčšinu ekonomík **západných krajín, ktoré na to nemajú pripravené verejné financie.** Od začiatku krízy prakticky až do minulého roku sa verejný dlh krajín len zvyšoval a ďalšia recesia by ho ďalej skokovo zvýšila. Pre niektoré krajiny by takýto nárast už bol neúnosný (napr. Taliansko či Portugalsko). V tomto Mesačníku sa pozrieme na niektoré indikátory, ktoré vyplašili investorov v obave blížiacej sa recesie v roku 2016.

Signalizuje nízka cena ropy novú recesiou?

Myslíme si, že nie. Stále platí, že **pokles ceny ropy, ktorý zažívame za ostatné dva roky súvisí skôr s prudkým rozvojom ťažby ropy v USA a iných krajinách a nie s výrazným poklesom svetového dopytu po rope.** V minulosti bol pokles ceny ropy väčšinou korelovaný so znížením rastu svetovej ekonomiky. Pokles ceny ropy bol vo väčšine prípadov v minulosti spôsobený znížením rastu dopytu po rope, čo naozaj úzko súviselo s rastom svetového hospodárstva a teda dopytu po energiách.

Súčasný pokles ceny ropy však nepovažujeme za signál blížiacej sa svetovej recesie. Dokonca rast spotreby ropy v roku 2014 bol na historických maximách. V predchádzajúcich vydaniach Mesačníkov sme podrobne písali o rope a príčinách jej nízkych cien.

Cena ropy a rast svetovej ekonomiky, medziročne v %



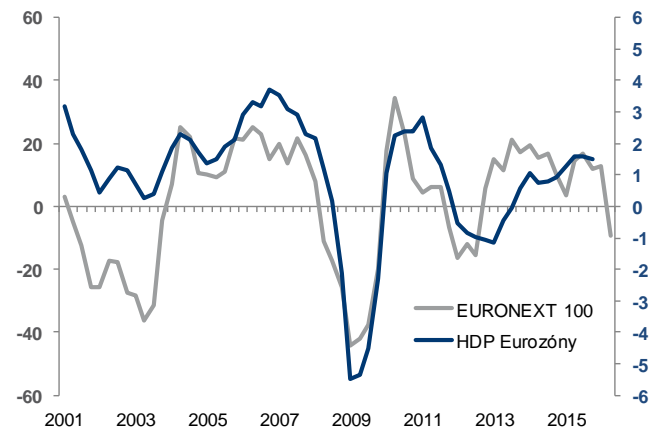
Zdroj: Thomson Reuters Datastream

Signalizuje pokles cien akcií novú recesiou?

Myslíme si, že nie. **Ceny akcií veľmi citlivo reagujú zmenu výhľadu ekonomiky, v ktorej dané firmy fungujú.** Na pokles akcií stačí už len očakávanie spomalenia rastu

ekonomiky a cena ide dole. Pritom však samotná ekonomika nemusí byť v recesii.

Ceny akcií a rast ekonomiky eurozóny, medziročne v %

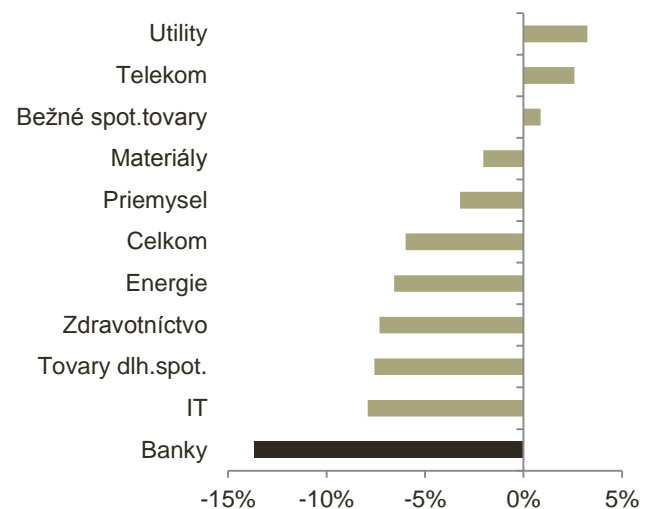


Zdroj: Thomson Reuters Datastream

Pokles cien európskych a amerických akcií bol ťahaný najmä poklesom cien akcií finančných inštitúcií. Bankové zisky veľmi trpia zápornými sadzbami, ktoré nastavila centrálna banka. Tá sa snaží nízkymi sadzbami zrýchliť hospodárstvo, no vedľajší efekt takejto liečby je viditeľný pokles zisku veľkých európskych bánk.

Ďalším dôvodom **poklesu cien akcií globálnych firiem je zhoršenie výhľadu ekonomík rozvíjajúceho sa sveta.** Ide o regióny, kde globálnym firmám v minulých rokoch rástli tržby a sú pre nich dôležité. Medzi ne patrí napríklad Brazília, ktorá je v recesii, ďalej Rusko, ktoré trpí prepadom cien ropy, a hlavne Čína, ktorá mení svoj model rastu a tým spomaľuje ekonomiku.

Akciové subindexy podľa odvetvia firiem, zmena v % od 1.12.2015 do 7.3.2016



Ide o index MSCI World a jeho subindexy. Zahŕňa krajiny vyspelých ekonomík ako USA, Kanada, krajiny eurozóny, Austrálie, Japonska a pod.

Zdroj: Thomson Reuters Datastream

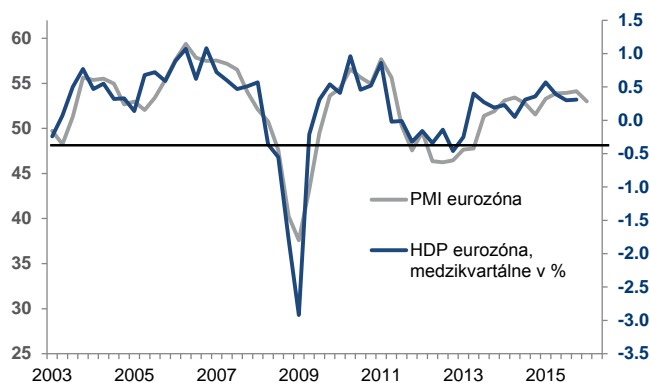
Všetky uvedené problémy v rôznych častiach sveta majú dopad aj na ekonomiku cez spomalenie exportu, no nie taký výrazný ako na cenu akcií. Preto **si myslíme, že pokles cien akcií skôr indikuje mierne spomalenie rastu ekonomiky eurozóny ako výraznú recesiu.**

Signalizujú predstihové indikátory novú recesiu v eurozóne?

Myslíme si, že nie. **Situácia v ekonomike eurozóny je podľa managerov firiem stále pomerne dobrá.** Indikátor PMI bol vo februári na úrovni 52,7 bodu, čo je bezpečne v pásme rastu. Predstihové indikátory sú pomerne spoľahlivé vodítko čo čakať v blízkej budúcnosti. Je to tým, že pri ich konštrukcii sa pýtajú riaditeľov samotných výrobných a nevýrobných firiem na úroveň súčasnej a očakávanej produkcie. Ide teda o informácie priamo z firiem a nie očakávania investorov či analytikov.

Pokiaľ by sa hodnota PMI bodu udržala na 52,7 aj v marci, tak by **rast eurozóny síce mierne stratil tempo, no stále by bol okolo 0,2-0,3% medzikvartálne.** Pri pohľade na jednotlivé krajiny vidíme, že jedine vo Francúzsku sú stále prítomné známky stagnácie ekonomiky. V iných krajinách badať mierne spomalenie no nie recesiu.

Eurozóna – predstihový ukazovateľ a rast ekonomiky



Zdroj: Markit, Thomson Reuters Datastream

Signalizujú predstihové indikátory novú recesiu v USA?

Myslíme si, že nie, no predstihové indikátory nie sú také jednoznačné ako v prípade eurozóny. **Indikátor ISM v priemysle je už 5 mesiacov pod hranicou 50 bodov, čo by znamenalo, že výkon amerického priemyslu klesá.** Keďže indikátor ISM podobne ako PMI vyjadruje náladu v samotných firmách jeho nízke hodnoty znamenajú naozaj vážne varovanie.

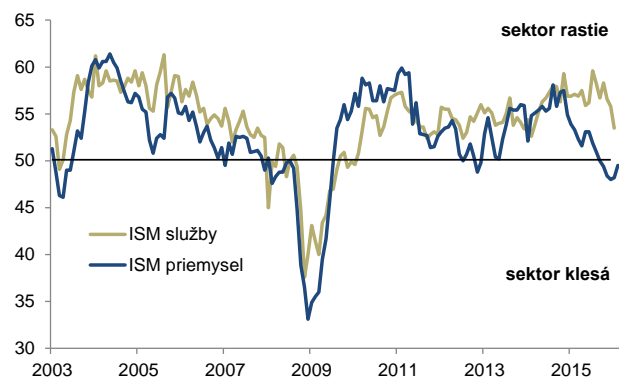
Treba však povedať, že ISM v priemysle predstavuje situáciu v podnikoch, ktoré reprezentujú asi 12% americkej ekonomiky. Priemysel stále tvorí nové pracovné miesta čo nejde spolu so znižovaním výroby. Problémom je silné posilnenie doláru voči ostatným svetovým menám o takmer 25% za ostatného jeden a pol roka. Prudký pokles cien ropy bol zároveň úderom aj pre ťažobný priemysel a aj odvetvia, ktoré produkujú stroje pre ťažiarov.

Z pohľadu celkového HDP je dôležitejší sektor služieb, do ktorého spadá aj stavebníctvo a distribúciu vody a energií. Hodnoty ISM v službách sú bezpečne nad 50 bodov (vo februári 53,4 bodu) a **sú teda bezpečne v rastovej fáze.** Samozrejme, že dynamika rastu spomaľuje, no recesia v USA nehrozí. Sila doláru prakticky nemá vplyv na jeho výkonnosť, nízka cena ropy je naopak plusom. Nízka cena palív má pozitívny efekt na spotrebiteľov, ktorí následne čast' ušetrených peňazí minú v sektore služieb.

Navyše, aj iné indikátory z USA nám potvrdzujú, že recesia nie je na obzore. Ide najmä o rast zamestnanosti, ktorý si udržiava stále veľmi dobré tempo a rast výdavkov na rezidenčné nehnuteľnosti. **Za ostatných 60 rokov, každá jedna recesia v USA začínala stagnáciou a následne poklesom výdavkov na rezidenčné nehnuteľnosti. Momentálne tieto výdavky stále rastú.**

Situácia v americkej ekonomike sa nápadne podobá na obdobie 1997-1998, keď priemysel bol obdobne zasiahnutý prudkým posilnením dolára a pádom ceny ropy.

USA – predstihové ukazovatele pre priemysel a služby



Zdroj: ISM, Thomson Reuters Datastream

Čo môžeme teda čakať?

V najbližšom období môžeme čakať mierne spomalenie tempa rastu ekonomiky eurozóny a USA. Spomalenie rastu Číny už nie je vec dohady, ale je to fakt. Na základe mesačných ukazovateľov si myslíme, že svoje dno už našla a v roku 2016 môžeme čakať mierne oživenie, z čoho by sme v eurozóne mohli profitovať. Naopak situácia v krajinách exportujúcich ropu bude naďalej problematická bez veľkých nádejí na rýchle zlepšenie.

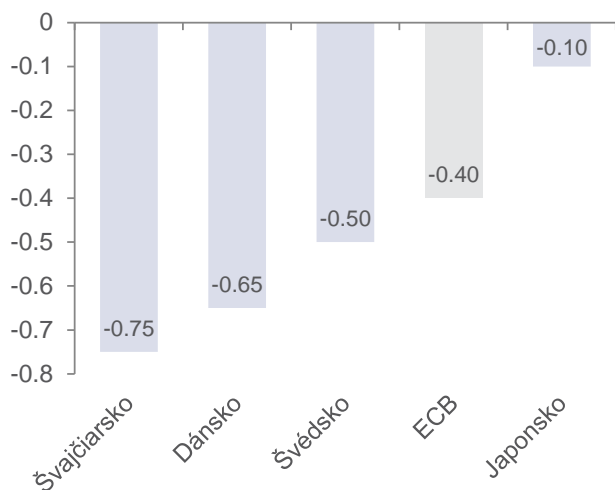
Autor: Juraj Valachy

Ako nízko môžu klesnúť negatívne sadzby?

Od polovice roka 2011 sa spolu s poklesom cien ropy začala znižovať aj dynamika rastu spotrebiteľských cien. Ukazovateľ,

ktorý sa centrálné banky a najmä tá európska, zaviazali udržiavať na stabilnej úrovni okolo 2 %. Za posledný rok sa však rast cien prakticky zastavil a ECB je tak výrazne odchylená od svojho cieľa. Aby ECB otočila tento trend a vyhla sa tak obávanej deflácií, rozhodla sa využiť aj netradičné nástroje. Rôzne formy kvantitatívneho uvoľňovania boli odskúšané v Japonsku či USA, no zavedenie negatívnej depozitnej sadzby dovtedy žiadna veľká centrálna banka ešte neuskutočnila. Ako reakciu na politiku lacných peňazí ECB však zaviedli negatívne úrokové sadzby v nejakej forme už dávnejšie vo Švédsku, Dánsku a Švajčiarsku. ECB sa týmto krokom vydala do neznámych vôd, do ktorých ju nedávno nasledovala už aj japonská centrálna banka. Neistotu ohľadom efektov takéhoto opatrenia netaja aj niektorí centrálni bankári. Jedným dychom dodávajú, že potreba opatrení na uvoľnenie menovej politiky je tak veľká, že sú ochotní podstúpiť aj istú mieru rizika.

Úročenie prebytočných rezerv v centrálnej banke (v %)



Zdroj: Macrobond

Negatívne úrokové sadzby sa v ekonomickej teórii objavili už koncom 19 storočia. Trvalo viac ako sto rokov kým sa táto myšlienka stala realitou. „Aj matematici si dlho mysleli, že existencia záporných čísel je absurdná.“, sú slová, ktoré použil vo svojej prezentácii o záporných sadzbách jeden z členov ECB. Podľa neho sa nachádzame v zlomovom období keď požičať niekomu 100 a dostať od neho naspäť napríklad 95 bude normálne.

Táto situácia so sebou prináša veľa nových a neznámych následkov, či už v správaní spotrebiteľov alebo bánk. Retailoví zákazníci v krajinách kde už boli zavedené negatívne úrokové sadzby to zatiaľ na svojich úsporách v bankách necítia vôbec alebo len minimálne. Situácia sa môže líšiť v prípade veľkých korporátnych klientov, kde sú banky pripravené aplikovať na ich vklady aj záporné sadzby. **Medzibankový trh, kde si banky medzi sebou požičiavajú/ukladajú prebytočné zdroje je v mínuse už dlhšie.** Dôvodom prečo banky zatiaľ neprenášajú negatívne sadzby na väčšinu zákazníkov je riziko odlevu vkladov. V situácii keď sú sadzby centrálnej banky v zápore relatívne krátko a nie sú až tak hlboko, nie sú banky ochotné podstúpiť

toto riziko a radšej znášajú zvýšené náklady. Holandská ING urobila prieskum medzi 13 000 spotrebiteľmi zameraný na ich reakciu v prípade záporného úročenia vkladov na sporiaciach účtoch. Až 77 % respondentov tvrdilo, že by svoje peniaze presunuli inde. Viac ako tretina by dokonca bola ochotná svoje peniaze vybrať v podobe hotovosti a odložiť si ich tak povediac pod matrac.

Negatívne sadzby na depozitných produktoch sú pre spotrebiteľa na prvý pohľad zlá správa. **No aj pri negatívnych nominálnych úrokových sadzbách sa dá dosahovať reálne zhodnotenie peňazí.** Ak pri klesajúcej cenovej hladine 0,5 % medziročne budú vklady úročené -0,3 % ročne, v reálnom vyjadrení sa vaše úspory zhodnotili o 0,2 %. Ešte zaujímavejšie to môže byť v prípade právnickej osoby, ktorej zhodnotenie vkladov je nominálne v mínuse. Tomuto subjektu vzniká nárok na zníženie daňového základu. Z tohto pohľadu to je pre firmu výhodnejšia situácia ako napríklad 5% úrok a 6% inflácia. Pretože reálne zhodnotenie peňazí je záporné a firma platí taktiež daň z kapitálového zisku.

Ako už bolo vyššie naznačené, profitabilita bankového sektora je pre záporné sadzby pod tlakom. Z toho dôvodu sa objavujú aj obavy ohľadom stability finančného sektora. Keď k tomu pripočítame negatívny vplyv zvýšených kapitálových nárokov z titulu Basel III čaká bankový sektor v Európe veľmi náročné obdobie. Práve schopnosť tvoriť zisk je prirodzeným spôsobom ako spĺňať nové kapitálové kritériá a zároveň nemusieť dramaticky obmedzovať úverovú aktivitu a dusiť aj tak krehký ekonomický rast. Druhá strana tejto mince sú akcionári bánk. Tí taktiež očakávajú, že ich vložený kapitál sa primerane zhodnotí. V prípade, že tomu tak dlhodobjšie nebude, zabrániť odlevu kapitálu do ziskovejších sektorov bude ťažké.

Penalizovanie prebytočnej likvidity predstavuje taktiež riziko v podobe vyššej tolerancie komerčných bánk preberať kreditné riziko. Tie v snahe umiestniť voľné zdroje a vyhnúť sa tak plateniu úrokov môžu byť ochotné pristúpiť aj na riskantnejšie obchody. Na toto riziko sa dá pozeráť aj ako na pozitívnu exteranalitu, ktorá by mala zdynamizovať úverový trh, ale aj ako na hrozbu vyššej miery nesplácaných úverov. Tu sa centrálné banky spoliehajú na regulatórne mechanizmy, ktoré by mali zabrániť vývoju ohrozujúcemu stabilitu bankového sektora.

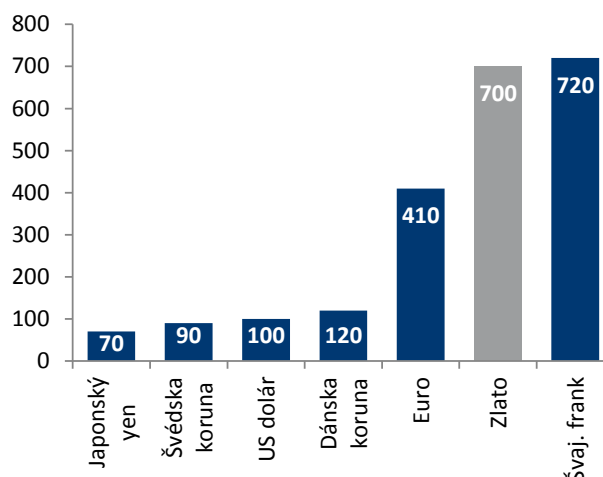
Najpodstatnejšou otázkou je aké plusy a mínusy majú negatívne záporné úrokové sadzby pre samotné ekonomiky. Najmä v eurozóne bolo ich zavedenie motivované potrebou naštartovať rast a infláciu. Teoreticky by transmisia (mechanizmus prenosu zmeny sadzieb do ekonomiky) zníženia sadzieb do záporného pásma mala fungovať rovnako ako štandardné zníženie úrokových sadzieb. Záporné úroky centrálnej banky motivujú komerčné banky požičiavať a znížiť tak trhové úrokové sadzby. Zlepšiť by sa mal následne sentiment v ekonomike a ochota spotrebovať a investovať. Mala by sa zatvárať produkčná medzera a naštartovať inflácia. Čo ak súčasná úroveň sadzieb nebude postačovať? Kam až záporné sadzby môžu klesnúť? Ako už bolo vyššie napísané pri záporných sadzbách sa ochota

uložiť si peniaze doma pod matrac výrazne zvýši. Pri klientoch s relatívne nízkymi úsporami to môže byť racionálne rozhodnutie aj keď stále veľmi riskantné. No pri veľkých korporátnych klientoch je podobný spôsob vylúčený. **Kľúčové však je, kedy bude pre samotné komerčné banky výhodnejšie držať všetky svoje prebytky v hotovosti namiesto ich uloženia v centrálnej banke.** Vtedy prichádza na rad úvaha kam s prebytočnými peniazmi a aké budú náklady takéhoto riešenia. Keď budeme vedieť vypočítať výdavky spojené s držbou hotovosti, tak budeme blízko odpovede kam až môžu negatívne sadzby zájsť.

Viacero inštitúcií sa pokúsilo vyčíslieť hranicu, kedy je už výhodnejšie držať hotovosť namiesto uloženia peňazí na účte centrálnej banky. Goldman Sachs pri výpočte vychádzal z kalkulácie nákladov na trezory, bezpečnostnú službu, transport hotovosti a poistenia v prípade krádeže. Výsledkom tohto cvičenia bol odhad fixných nákladov pre banku alebo inú spoločnosť vo výške 50 miliónov EUR len na trezory a ochranku, ktoré sú potrebné na uloženie 5 až 250 miliárd EUR na jeden rok. Ak započítame odhadovanú dopravu tak sa tieto náklady zdvojnásobia. Pochopiteľne čím väčší objem hotovosti, tým budú relatívne náklady vyjadrené v percentách nižšie. V niektorých prípadoch môže byť táto hranica aj blízko 0,5 %.

Capital Economics sa tiež pokúsili odhadnúť náklady spojené s držaním hotovosti. Ako pomôcku použili náklady na úschovu a transport zlata. Tie sa pohybujú na úrovni 0,2 % z hodnoty samotného zlata. Pochopiteľne náklady na uschovanie a transport veľkých objemov hotovosti budú pravdepodobne vyššie. Jedným z dôvodov je hodnota bankoviek, ktorú vieme uložiť na metri štvorcovom. Práve v tomto prípade je v poslednej dobe kritizovaná 500 eurová bankovka výhodou. Keďže na uschovanie väčšej hodnoty stačí aj menej priestoru. Ďalším faktorom je väčšia náchylnosť bankoviek na ich poškodenie alebo zničenie. Finálny odhad Capital Economics hovorí o predpokladaných nákladoch vo výške 1,5 % až 2% z hodnoty uložených peňazí.

Hodnota peňazí uložených v m3, v mil. USD



Zdroj: Capital Economics

Na základe toho sa dá predpokladať, že existuje priestor na ďalší pokles negatívnych sadzieb. Vo všeobecnosti **prevažuje názor, že pozitíva negatívnych sadzieb zatiaľ prevyšujú ich nedostatky** no jedným dychom treba dodať, že hranica môže byť veľmi tenká. Na lepšie využitie potenciálu tohto nástroja by sme potrebovali obmedzenie alebo úplné odstránenie hotovosti. Nielen v akademických kruhoch sa už dnes o plusoch a mínusoch bezhotovostnej ekonomiky vedú živé diskusie. Predstava negatívnych úrokových sadzieb bola pred niekoľkými rokmi takmer ako sci-fi. Z dnešnej optiky tak momentálne vyzerá zrušenie hotovosti.

Autor: Boris Fojtík

Eurozóna	11.03.2016	03/2016	06/2016	09/2016	12/2016
ECB kľúčová sadzba	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euribor 1M	-0,29	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30
Euribor 3M	-0,22	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Euribor 6M	-0,14	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15
Euribor 12M	-0,02	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05
Nemecký bund 2Y	-0,46	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
Nemecký bund 5Y	-0,27	-0,20	-0,20	0,00	0,20
Nemecký bund 10Y	0,26	0,50	0,50	0,80	1,00

USA	11.03.2016	03/2016	06/2016	09/2016	12/2016
Fed funds	0,50	0,50	0,75	1,00	1,50
Libor 3M	0,63	0,55	0,75	1,05	1,55
T-Notes 5Y	1,45	1,40	1,90	2,10	2,40
T-Notes 10Y	1,93	2,00	2,40	2,70	3,10

Kľúčové sadzby centrálnych bánk	11.03.2016	03/2016	06/2016	09/2016	12/2016
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	1,00	1,00	1,00	1,00

Devízové kurzy	11.03.2016	03/2016	06/2016	09/2016	12/2016
EUR/USD	1,11	1,05	1,03	1,01	1,01
EUR/CHF	1,10	1,08	1,08	1,10	1,10
EUR/GBP	0,78	0,71	0,80	0,78	0,73
EUR/JPY	126	131	122	119	121
USD/JPY	114	125	118	118	120
EUR/CZK	27,05	27,00	27,00	27,00	27,00
EUR/HUF	310	310	315	315	320
EUR/PLN	4,32	4,40	4,35	4,30	4,30
EUR/RON	4,46	4,40	4,45	4,40	4,40

	2013	2014	2015	2016f	2017f
HDP, reálne ceny, % r/r	1,4	2,5	3,6	3,5	3,5
HDP, nominálne v mld. EUR	73,8	75,6	78,1	81,2	85,8
Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r	-0,8	2,4	2,4	3,0	3,0
Investície, reál. ceny, % r/r	-1,1	3,5	14,0	1,5	5,0
Priemyselná produkcia, % r/r	4,6	3,7	5,9	4,5	4,5
Zamestnanosť, ESA ¹ % r/r	-0,8	1,4	2,0	0,9	0,7
Nezamestnanosť, VZPS ² , %	14,2	13,2	11,5	10,8	10,2
Nominálne mzdy, % r/r	2,4	4,1	2,9	3,5	4,5
Inflácia, priemer, % r/r	1,4	-0,1	-0,3	-0,1	2,2
Inflácia, koniec obdobia, % r/r	0,4	-0,1	-0,5	0,9	2,5
Ceny priemyselných výrobcov, % r/r	-0,1	-3,5	-4,2	-2,0	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.