

obsah

Výnosy štátnych dlhopisov sú výrazne pod rovnovážnou úrovňou...

2

Kroky Európskej centrálnej banky cielene znížili jednak celkový výnos slovenských štátnych dlhopisov a zároveň aj rozdiel voči bezrizikovým dlhopisom (tzv. spread). Na základe našej analýzy, ktorá výrazne čerpá z práce Ódor a Povala (2016), odhadujeme priamy vplyv programu QE (nákup štátnych dlhopisov) na výšku spreadu 0,5 p.b. a vyhlásenie p. Draghiho, že na záchranu eura dodatočne znižuje spread o 0,07 p.b. Uvoľnená politika ECB však znížila aj výnos bezrizikových dlhopisov, ktoré sa momentálne pohybujú cca 2 p.b. pod úrovňou aká bola historicky pozorovaná pri aktuálnej výške nominálneho rastu ekonomiky eurozóny. Pokiaľ bude pokračovať solidný rast ekonomiky aj naďalej, dá sa očakávať postupné ukončenie programu QE, čo by malo mať za následok pomerne svižný rast spreadu slovenských dlhopisov. S postupnou normalizáciou bezrizikových sadzieb by mal viditeľne ďalej rásť aj celkový výnos slovenských dlhopisov.

...ich dopad na úrokové platby Slovenska je však menší

3

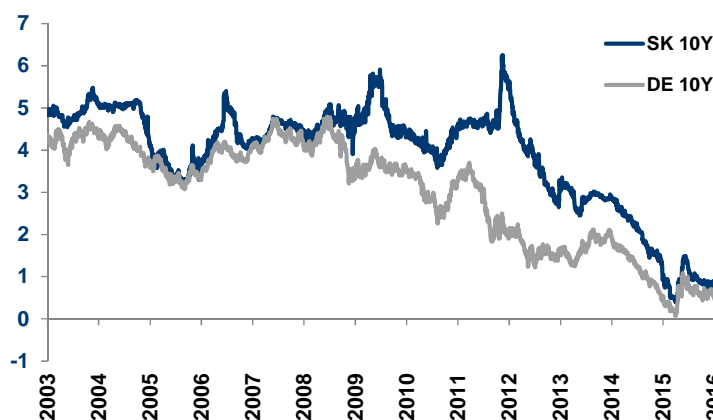
Aktuálne úročenie slovenských dlhopisov sa v závislosti od splatnosti pohybuje v rozmedzí od 0% po 1%, no efektívna úroková sadzba slovenského dlhu je na úrovni 3,4 %. Dôvodom disproporcie je, že väčšina dlhopisov bola emitovaná v minulosti za sadzby okolo 3% a len menšia časť dlhopisov bola emitovaná v ostatnom období za nízky výnos. Platí teda, že čím je riadenie dlhu konzervatívnejšie a väčšina dlhopisov je emitovaná s dlhšou splatnosťou, tým sa aj pozitívny vplyv nízkych úrokov premieta do nákladov dlhu pomalšie. Rekordná úroveň bola dosiahnutá v roku 1995, keď sme za dlh platili takmer 11% úrok. Za celý minulý rok sme na dlhovú službu vynaložili 1,38 mld. EUR, čo je podobná suma ako výdavky na platy učiteľov. Tieto náklady sú však o 65 mil. EUR nižšie ako boli v roku 2014, kedy nás obsluha verejného dlhu stála rekordne najviac. Úspora z roku 2015 ide na vrub nízkych úrokových sadzieb na finančných trhoch a mala by sa využiť na podporu reforiem.

Kontakty:

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

Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu

Úročenie slovenských dlhopisov je za obdobie 2003-2014 v priemere vyššie o 0,94% ako úročenie nemeckého dlhopisu. Vďaka programu QE je tento rozdiel znížený na priemerných 0,40% (2015-2016).



Zdroj: MF SR, Deutsche Bundesbank

Uzávierka dát: 26.10.2016

Zverejnené na internetovej stránke www.tatrabanka.sk a zaslané klientom: 28.9.2016

Výnosy štátnych dlhopisov sú výrazne pod rovnovážnou úrovňou

Výnosy štátnych dlhopisov za ostatné 4 roky v podstate neustále prepisovali historické rekordy poklesom na nové a nové minimá. **V súčasnosti sa výnosy 10-ročného slovenského dlhopisu pohybujú na úrovni okolo 0,3-0,4% ročne**, pri 5-ročnom dlhopise je požadovaný výnos dokonca záporný, na úrovni -0,43% ročne. **Takéto nízke úroky sú cieľným zámerom Európskej centrálnej banky (ECB)**, ktorá cez program QE (tlačenie peňazí a nákup štátnych dlhopisov krajín eurozóny) výrazne znižuje úročenie štátov a nepriamo tým aj úročenie úverov podnikom a domácnostiam.

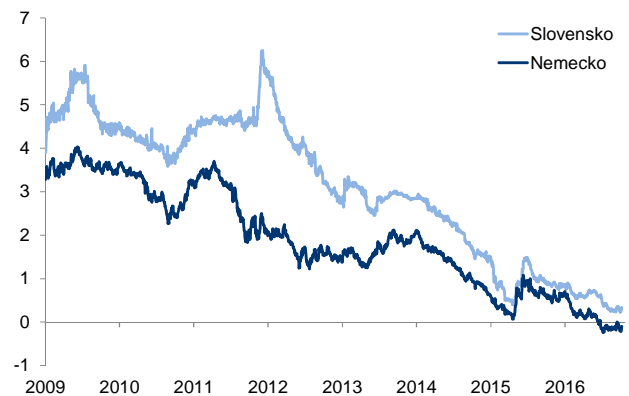
Čo je však ešte zaujímavejšie, je rozdiel medzi úročením slovenského a nemeckého dlhopisu, ktorý je tiež na historických minimách. **Finančný trh v súčasnosti požaduje od slovenskej vlády len o 0,3-0,4% viac ako od nemeckej. Takýto malý rozdiel je neadekvátny** vzhľadom na stav ekonomiky a verejných financií oboch krajín. Malý rozdiel v úročení je jednoznačne „zásluha“ programu QE a nie reálneho obrazu slovenských verejných financií.

V dnešnom Mesačníku sme sa pozreli na faktory, ktoré stoja za nízkymi sadzbami slovenských dlhopisov a ich dopadu na rozpočet. **Najprv sa pokúsime identifikovať základné faktory, ktoré sú za aktuálnou úrovňou a aj kvantifikovať ich vplyv na celkovú sadzbu štátneho dlhopisu.** To nám následne umožní aj urobiť odhad celkového vplyvu politiky ECB na výnosy. V druhej časti Mesačníka sa pozrieme detailne na to ako sa pokles výnosov dlhopisov na finančných trhoch premieta do nižších úrokových nákladov verejného dlhu Slovenska.

Faktory vplývajúce na výnos dlhopisov a ich kvantifikácia

Celkový výnos slovenských dlhopisov sa pri analýzach väčšinou rozdeľuje na dve zložky. Prvou je výnos bezrizikového dlhopisu, ktorý v sebe odzrkadľuje len aktuálne a očakávané nastavenie základných sadzieb centrálnej banky. Väčšinou ide o nemecké dlhopisy, ktoré sú vo finančnom svete považované za akýsi pevný bod, okolo ktorého sa následne všetko točí a prepočítava. **Druhou zložkou výnosu je riziková prírážka danej krajiny, ktorá sa v čase mení a vplyva na ňu veľa faktorov** (hlavne napr. stav verejných financií, neistota na trhu, nízka likvidita a pod.).

Výnosy 10-ročného dlhopisu Nemecka a Slovenska, v %



Zdroj: MF SR, Bundesbank, Tatra banka RESEARCH

V našej analýze celkového výnosu slovenského dlhopisu budeme vychádzať z nedávno zverejnenej práce L. Ódora a P. Povala¹. **Za bezrizikový výnos v nej považujú tzv. OIS sadzby.** Skratka OIS znamená overnight index swap, kde jedna strana kontraktu dostáva overnightovú sadzbu a druhá fixnú časť počas dohodnutej doby. Výhodou oproti použitiu nemeckého dlhopisu je, že **by malo ísť skutočne o bezrizikovú sadzbu, teda neobsahuje žiadne kreditné riziko protistrany**, či už štátne alebo inej inštitúcie. Práca sa tak sústreďuje na zistenie faktorov, ktoré vysvetľujú rozdiel medzi úročením slovenských dlhopisov a OIS krivky čo je spread slovenských dlhopisov.

V práci **používajú na vysvetlenie spreadu** medzi 10 ročným štátnym dlhopisom a 10-ročnou OIS sadzbou najmä **(1) rizikovosť verejných financií** aproximovanú hodnotami CDS Slovenska, **(2) likviditu dlhopisového trhu** aproximovanú veličinou navrhnutú v práci Hu *et al* (2013)² a **(3) dummy premennou, ktorá zachytáva či ECB robí QE alebo nie.** Podstatným záverom tejto štúdie je, že vplyv programu QE, ktorý bol spustený (ohlásený) 22.1.2015 je asi 0,60% zníženie rozdielu medzi výnosmi slovenských dlhopisov a bezrizikového 10-ročného výnosu. Uvedená práca Ódor a Povala (2016) používa na odhad koeficientov jednotlivých faktorov obdobie 1.1.2009 až 14.12.2015.

Výsledky tejto štúdie sa nám podarilo do uspokojivej miery zreplikovať. **Pri našich odhadoch sme však použili aj novšie údaje siahajúce do polovice októbra 2016. Zároveň sme mierne pozmenili definovanie dummy premenných v spojitosti s politikou ECB.** Namiesto jednej premennej QE, ktorá bola použitá v pôvodnej práci sme použili dve premenné, ktoré zachytávajú dve postupné fázy uvoľňovania menovej politiky ECB. **Prvou je premenná WIT**, čo je skratka pre slávnu vetu prezidenta ECB p. Dragihi „...the ECB is ready to **do whatever it takes** to preserve the euro“. Táto veta, ktorá následne výrazne ovplyvnila

¹ Ódor, L., Povala, P., Risk premiums in Slovak Government bonds, Discussion Paper No. 3 / 2016, <http://www.rozpocetovarada.sk/svk/rozpocet/329/risk-premiums-in-slovak-government-bonds>

² Hu, X., Pan, J., Wang, L. (2013), Noise as information for illiquidity, Journal of Finance, forthcoming

a doteraz ovplyvňuje finančný trh, bola prednesená 26.7.2012³. Preto má WIT do uvedeného dátumu hodnoty 0 a od tohto dátumu hodnoty 1. **Druhou dummy premennou je premenná QE**, ktorá je v podstate veľmi podobná ako premenná, ktorá je použitá v pôvodnej práci. Má hodnotu 0 do 9.3.2015 a 1 od tohto dátumu. **Od 9. marca 2015 začala ECB aktívne nakupovať slovenské dlhopisy na finančnom trhu.** Zároveň sme pri ekonometrických odhadoch vynechali obdobie od 1.1. do 1.5.2009, keďže toto obdobie bolo mimoriadne turbulentné a do odhadov skôr vnášalo nežiaduci šum ako by poskytovalo cenné informácie o vzťahoch medzi premennými.

Výsledky našich odhadov potvrdili veľmi dôležitú úlohu CDS (Credit default swap - vyjadruje cenu poistenia proti bankrotu krajiny) Slovenska pri vysvetľovaní a zároveň nevýznamnosť vývoja CDS periférnych krajín. Cieľom nášho odhadu bolo zistiť vplyv neštandardnej monetárnej politiky na spread našich dlhopisov. Zistili sme, že po podstatnej zmene politiky ECB, ktorá znamená, že urobí čokoľvek na záchranu eura, priniesla trvalé zníženie spreadu slovenských dlhopisov o cca 0,07 p.b.. Podstatne väčší vplyv malo aktívne spustenie programu QE a teda nákupu slovenských dlhopisov. Tento program má vplyv - 0,50 p.b.. **Celkovo sa tak uvoľnená politika ECB premietla do zníženia spreadu 10-ročných slovenských dlhopisov oproti bezrizikovým dlhopisom o cca 0,6 p.b..** Program QE považujeme za dočasný a preto po jeho ukončení očakávame, že spread slovenských dlhopisov vzrastie o odhadnutých 0,5 p.b.. Naopak, vplyv vety „urobíme čokoľvek pre záchranu eura“ považujeme za trvalý.

Odhad vplyvu jednotlivých faktorov na spread 10-ročného slovenského dlhopisu voči 10-ročnému bezrizikovému OIS výnosu, v bázičkých bodoch

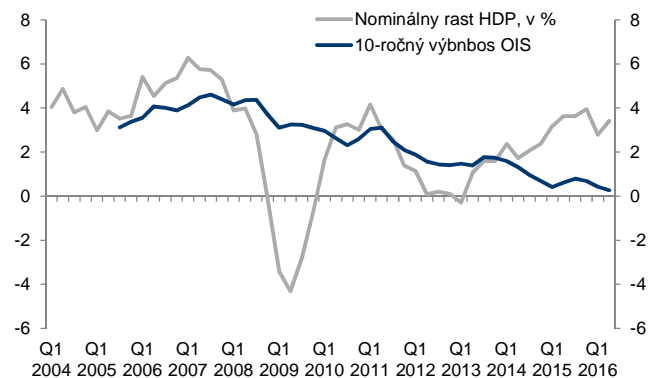
		Odhad Odor a	
		Odhad TB	Povala (2016)
CDS Slovenska	SK_CDS_5Y	1.31	1.10
	(SK_CDS_5Y*2)*0.01	-0.21	-0.14
	SK_CDS_10Y-SK_CDS_5Y	0.18	0.10
Miera nelikvidity na trhu s dlhopismi	HU_LIQ*100	2.40	3.80
Miera bezpečnosti resp. likvidity	(DE_3M-OIS_3M)	0.94	-0.57
CDS problémových krajín	CDS_PER	-0.02	0.04
"What ever it takes" dummy	WIT	-6.94	-
Fungovanie QE dummy	QE_real	-49.07	-
Ohlásené QE dummy	QE announced	-	-59.74
	R square	0.94	0.86
	Obdobie	1.6.2009-6.10.2016	1.1.2009-14.12.2015

Zdroj: Thomson Reuters Datastream, Tatra banka RESEARCH

Uvoľnená monetárna politika má však vplyv aj na samotnú úroveň bezrizikovej sadzby. V dlhodobom horizonte by sa vývoj 10-ročného dlhopisu mal pohybovať okolo rastu nominálneho HDP. **Jednoduché porovnanie týchto dvoch veličín naznačuje, že úroveň 10-ročnej bezrizikovej sadzby by mala byť aspoň o 2 percentuálne body vyššie ako je súčasná hodnota.** Takáto

znižená hodnota je samozrejme cielene stláčaná ECB-čkou na podporu rýchlejšieho rastu ekonomiky.

Nominálny rast ekonomiky a 10-ročnej bezrizikovej sadzby, v %



Zdroj: Eurostat, Tatra banka RESEARCH

Podľa našich odhadov, uvoľnená monetárna politika ECB znižuje celkový výnos 10-ročných slovenských dlhopisov kumulovane o 2,6%. **Pokiaľ by ECB prestala s programom nákupu dlhopisov QE a znormalizovala by úroveň základnej sadzby na „rovnovážnu úroveň“, tak by úročenie slovenských dlhopisov stúpilo o 2,5%.** Podobný efekt by sa dal očakávať aj na iných komerčných úveroch ako hypotéky či podnikové úvery.

Autor: Juraj Valachy, ekonomický analytik, Tatra banka a.s.

Editor: Róbert Prega, hlavný ekonóm, Tatra banka, a.s.

Dopad nízkych sadziieb na rozpočet

Jedným z hlavných vplyvov menovej politiky je zásadný pokles výnosov štátnych dlhopisov na finančných trhoch. Kvantifikáciu vplyvu samotného QE na aktuálny výnos sme uviedli v prvej časti Mesačníka. Pozrime sa teraz bližšie na dopady prostredia nízkych úrokov na náklady verejného dlhu na Slovensku a v iných, najmä problémových krajinách eurozóny.

Vplyv úročenia dlhopisov na finančných trhoch sa do nákladov dlhu premieta iba postupne v závislosti od stratégie riadenia dlhu. **Čím je riadenie dlhu konzervatívnejšie a väčšina dlhopisov je emitovaná s dlhšou splatnosťou, tým sa aj pozitívny vplyv nízkych úrokov premieta do nákladov dlhu pomalšie.** Snaha financovať dlh štátu najmä prostredníctvom dlhších dlhopisov a natiehnuť tak priemernú splatnosť má svoje výhody aj nevýhody. Vďaka tejto stratégii by sa mal znížiť objem dlhu, ktorý je potrebné každoročne refinancovať. Vystavujeme sa tak menšiemu riziku, že v prípade neočakávaných problémov na finančných trhoch by bol problém prefinancovať aktuálne potrebný objem dlhu, čím by sa celá operácia predražila. Druhá strana tejto mince však je, že v prípade rastúcej úrokovej krivky je financovanie na dlhšie obdobie pochopiteľne vždy drahšie ako financovanie na kratšie obdobie. **Zároveň pri poklese úrokových sadziieb z toho verejné financie benefítujú v menšej miere kvôli zafixovaným úrokom.** Práve to je hlavná časť odpovede prečo je **efektívna úroková sadzba slovenského dlhu na úrovni 3,4 %.** Aj keď sa aktuálne úročenie slovenských dlhopisov v závislosti od splatnosti pohybuje v rozmedzí od -0,2% po 1%.

Efektívnou úrokovou sadzbou nazývame objem zaplatených úrokov voči celkovému dlhu, z ktorého sa tieto úroky platia. Keď sa pozrieme na históriu jej vývoja, môžeme vidieť, že sa pohybujeme blízko jej historických miním na úrovni 3,34 %. Nižšiu efektívnu úrokovú sadzbu mal slovenský dlh už len v roku 2010. Odvtedy zostala efektívna úroková sadzba relatívne stabilná. Príčinou je emisia dlhopisov s dlhšou splatnosťou a preto nemá pokles výnosov slovenských dlhopisov v posledných dvoch rokoch až tak výrazný efekt na úrokové náklady dlhu. Najhorším obdobím boli z tohto pohľadu začiatky Slovenskej republiky. **Oficiálne štatistiky z roku 1995 hovoria o takmer 11% efektívnej úrokovej sadzbe, čo nie je pri začiatkoch novej republiky, ktorá musí prejsť zásadnými reformami, nič neočakávané.** K zásadnému obratu vo výške efektívnej úrokovej sadzby došlo až počas druhej vlády Mikuláša Dzurindu, keď bolo Slovensko začlenené do medzinárodných štruktúr. Z pohľadu medzinárodného porovnania sme však ešte stále v tej horšej polovici krajín európskej únie. Z krajín eurozóny sme šiesty najhorší a pred nami sú dokonca aj problémové krajiny ako Taliansko a Írsko.

Výnos 10-ročného SK dlhopisu a efektívna sadzba SK verejného dlhu, %



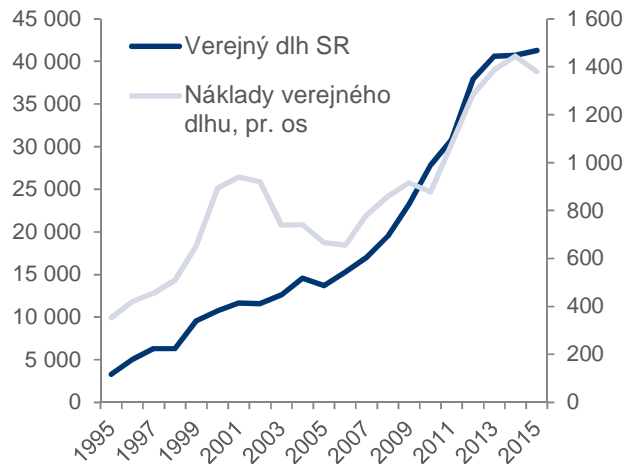
Zdroj: NBS, Eurostat, Tatra banka RESEARCH

Za celý minulý rok sme na dlhovú službu vynaložili 1,38 mld. EUR., čo je podobná suma ako výdavky na platy učiteľov. Tieto náklady sú však o 65 mil. EUR nižšie ako boli v roku 2014, kedy nás obsluha verejného dlhu stála rekordne najviac. Úspora z roku 2015 ide na vrub nízkych úrokových sadzieb na finančných trhoch. A samozrejme netreba zabúdať na to, že dlh nám opäť narástol a tým pádom vznikli ďalšie úrokové platby.

Urobiť presné výpočty koľko presne sme vďaka novým úrokovým sadzbám ušetrili je pomerne zložité. Len pre ilustráciu si môžeme porovnať koľko by nás stálo refinancovanie minuloročnej potreby MF SR (5,13 mld. EUR) efektívnou sadzbou vs. váženým výnosom z aukcií štátnych dlhopisov v minulom roku - 0,84 %. Pri predpoklade, že by sme refinancovali túto sumu jednorazovo, v prvom prípade by sa úrokové platby z 5,13 mld. EUR vyšplhali na 171 mil. EUR, kým pri refinancovaní minuloročnou priemernou sadzbou iba na 43 mil. EUR. Zo správ o riadení dlhu vieme vyčítať, že okolo 45 % slovenského verejného dlhu je refinancovaných v priebehu 5 rokov. **Ak by sa počas týchto piatich rokov**

refinancoval dlh pri sadzbe 0,84 % a nie 3,34 %, ročná úspora by v nasledujúcom roku bola vyše 460 mil. EUR. Aby sme pri takto nízkej sadzbe vedeli refinancovať viac ako 90 % slovenského dlhu, potrebovali by sme na to minimálne 15 rokov.

Náklady na správu dlhu a verejný dlh, mil. EUR



Zdroj: Eurostat, Tatra banka RESEARCH

Posledným indikátorom, na ktorý zameriame našu pozornosť je primárny deficit. Je to deficit očistený o úrokové náklady dlhu. Jeho zníženie aspoň na nulu dáva určitý predpoklad na urobenie poriadku vo verejných financiách. V prípade, že krajina nevie zabezpečiť takýto chod svojich financií, tak ani nulové úroky ju od ďalšieho zadlžovania nezachráni. V tomto ukazovateli bohužiaľ tiež obsadzujeme spodné priečky. **V únii je len päť krajín, ktoré majú horší primárny deficit ako my. Toto porovnanie vyznieva o to horšie, že sme krajina s jedným z najvyšších rastov HDP.** Optimálnejšie podmienky na znižovanie deficitu verejných financií si môžeme už len ťažko predstaviť, no napriek tomu budeme opäť svedkami zvyšovania niektorých daní a zdravotných odvodov. Snáď sa to v roku 2017 ukáže aj na poklese deficitu verejných financií.

Autor: Boris Fojtík, ekonomický analytik, Tatra banka a.s.

Editor: Róbert Prega, hlavný ekonóm, Tatra banka, a.s.

	26.10.2016				
Eurozóna	16:41	12/2016	03/2017	06/2017	09/2017
ECB kľúčová sadzba	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1M	-0.37	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
Euribor 3M	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30
Euribor 6M	-0.21	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20
Euribor 12M	-0.07	-0.10	-0.10	-0.10	-0.05
Nemecký bund 2Y	-0.63	-0.70	-0.70	-0.70	-0.60
Nemecký bund 5Y	-0.43	-0.50	-0.40	-0.40	-0.20
Nemecký bund 10Y	0.10	0.10	0.30	0.30	0.50

	26.10.2016				
USA	16:41	12/2016	03/2017	06/2017	09/2017
Fed funds	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00
Libor 3M	0.89	1.15	1.15	1.40	1.40
T-Notes 5Y	1.30	1.50	1.50	1.70	1.70
T-Notes 10Y	1.79	1.90	1.90	2.10	2.10

	26.10.2016				
Kľúčové sadzby centrálnych bánk	16:41	12/2016	03/2017	06/2017	09/2017
Česká republika	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Poľsko	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75
Maďarsko	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90

	26.10.2016				
Devízové kurzy	16:41	12/2016	03/2017	06/2017	09/2017
EUR/USD	1.09	1.08	1.07	1.02	1.05
EUR/CHF	1.08	1.08	1.10	1.10	1.12
EUR/GBP	0.89	0.87	0.90	0.92	0.90
EUR/JPY	114	110	112	110	110
USD/JPY	104	102	105	108	108
EUR/CZK	27.01	27.00	27.00	27.00	27.00
EUR/HUF	309	315	310	310	305
EUR/PLN	4.33	4.35	4.30	4.30	4.25
EUR/RON	4.50	4.50	4.45	4.50	4.45

Ekonomika SR	2014	2015	2016f	2017f	2018f
HDP, reálne ceny, % r/r	2.5	3.6	3.5	3.3	4.0
HDP, nominálne v mld. EUR	75.6	78.1	80.4	83.7	88.6
Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r	2.4	2.4	3.0	2.9	3.5
Investície, reál. ceny, % r/r	3.5	14.0	0.0	4.5	4.0
Priemyselná produkcia, % r/r	3.7	5.9	4.0	4.0	8.0
Zamestnanosť, ESA ¹ % r/r	1.4	2.0	2.1	1.0	1.5
Nezamestnanosť, VZPS ² , %	13.2	11.5	9.5	8.6	7.2
Nominálne mzdy, % r/r	4.1	2.9	3.2	4.0	4.5
Inflácia, priemer, % r/r	-0.1	-0.3	-0.5	1.1	2.0
Inflácia, koniec obdobia, % r/r	-0.1	-0.5	0.1	1.4	2.2
Ceny priemyselných výrobcov, % r/r	-3.5	-4.2	-4.3	0.0	2.0
Deficit verejných financií, % HDP	-2.7	-3.0	-2.5	-2.0	-2.0
Verejný dlh, % HDP	53.9	52.9	53.2	52.8	51.3

1) na základe podnikových štatistík

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 príslubom, 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.