



MESAČNÍK

FINANČNÉ SPRÁVY A ANALÝZY

JANUÁR 2023

Témy mesiaca v skratke

- Peniaze vznikli pred tisíckami rokov ako veľmi špecifická komodita - s pridanou hodnotou sprostredkovateľa výmeny
- Dlhodobý trend ich „odhmotňovania“ prostredníctvom papierových peňazí vrcholí súčasnou digitalizáciou, kde sa peniaze stávajú len dobre chránenými zápismi v počítači
- Kryptomeny nespĺňajú funkcie peňazí ako všeobecne akceptovateľného prostriedka výmeny, uchovávateľa hodnoty či účtovnej jednotky. V určitých oblastiach ekonomiky však môžu pretrvať.
- ECB v tomto roku skončí investigatívnu fázu pre projekt digitálneho eura, na jeseň môže rozhodnúť o jeho realizačnej fáze. Hotovosť to však z obehu nevytlačí.

- Vyššie úrokové sadzby v Európe zásadne skresali poskytovanie nových hypoték
- Ceny výrobcov na Slovensku v decembri klesli druhý mesiac v rade

Očakávané udalosti

- 1. a 2.2. Americký Fed spomalil zvyšovanie úrokov na 25 bázických bodov a dosiahol pásmo 4,5-4,75%. ECB znovu zvýšila úrokové sadzby o 50 bázických bodov, depozitná sadzba sa tak dostala na 2,5 a refinančná na 3%.
- 14.2. Štatistici zverejnia rýchly odhad HDP a zamestnanosti v slovenskej ekonomike za 4. štvrtrok vlaňajška. Môžu tak publikovať čísla o začiatku miernej recesie.
- 28.2. Spoznáme pokles realizačných cien nehnuteľností na Slovensku v 4. kvartáli 2022, priemerom môže zahýbať aj menšia vzorka transakcií.

Trendy trhu

	aktuálne 30.1.2023	pred mesiacom 29.12.2022	medzimesačná zmena		začiatok roka 31.12.2022	YTD zmena	
EUR/USD	1,090	1,066	2,22%	▲	1,071	1,80%	▲
EUR/CZK	23,86	24,19	-1,36%	▼	24,16	-1,28%	▼
EURIBOR 3M	2,492	2,184	0,31 p.b.	▲	2,132	0,36 p.b.	▲
EURIBOR 12M	3,356	3,288	0,07 p.b.	▲	3,291	0,06 p.b.	▲
SK ŠD 10R VÝNOS	3,270	3,581	-0,31 p.b.	▼	3,699	-0,43 p.b.	▼
DE ŠD 10R VÝNOS	2,315	2,438	-0,12 p.b.	▼	2,571	-0,26 p.b.	▼

Zdroj: Bloomberg

Predikcie

	aktuálne 30.1.2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
EUR/USD	1,090	1,12	1,14	1,14	1,15
EUR/CZK	23,86	24,35	24,45	24,55	24,50
EURIBOR 3M	2,492	2,99	3,56	3,62	3,58
EURIBOR 12M	3,356	3,90	4,47	4,42	4,28
SK ŠD 10R výnos	3,270	3,20	3,10	2,90	3,20
DE ŠD 10R výnos	2,303	2,10	2,00	1,90	2,20

Zdroj: Bloomberg, Intesa Sanpaolo, VÚB Research

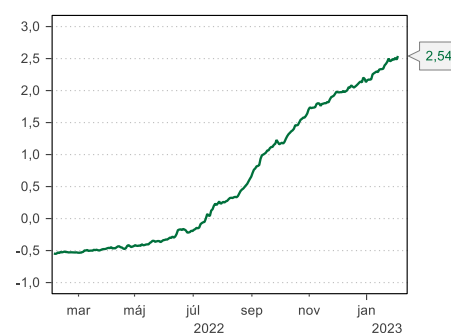
EUR/CZK



EUR/USD



3M EURIBOR



Zdroj: Macrobond, Bloomberg

Kryptomeny ako budúcnosť peňazí? To skôr digitálna hotovosť Európskej centrálnej banky.

Peniaze sú nesmierne zaujímavým ekonomickým statkom. Sami o sebe nemajú žiadnu veľkú hodnotu - sú to predsa len kúsky kovu, špeciálneho papiera, či zápis v bankovom počítači. No keďže sú všetkými ľuďmi, firmami i štátom akceptované ako prostriedok výmeny, môžeme ich vymeniť za niečo, čo je pre nás život oveľa užitočnejšie. Napríklad spotrebné tovary a služby s oveľa vyššou praktickou hodnotou.

Ako však niečo také, ako sme popísali v úvodnom odseku, môže vôbec vzniknúť? Staroveké národy sa predsa len tak jedného dňa nezišli na jednom mieste a nedohodli na tom, ako budú vyzeráť ich platidlá. V dávnej histórii sa peniazmi najprv prirodzene stali rôzne všeobecne cenené trvácne komodity, ktoré sa dali deliť na menšie časti (pre platenie rôznych cien rôznych statkov) a najlepšie aj ľahko prenášať (pre obchod na väčšie vzdialenosti). Napríklad obilie, dobytok, soľ či kakaové bôby, ale v iných spoločnostiach aj menej praktické mušle či korálky (tie mali ale zasa aj okrasnú hodnotu).

Jedna z prvých známych mien, mezopotámsky šekel, napríklad najprv reprezentoval nárok na určitú hmotnosť jačmeňa (zhruba 11 gramov). Avšak už sa razil ako kovová minca, zväčša zo striebra, čo predurčilo vývoj peňazí až do stredoveku. Drahé kovy totiž tiež spĺňali podmienky žiadnosti, deliteľnosti, prenositeľnosti a ešte viac trvácnosti komodity. Vyrazený obrázok panovníka na minciach mal potom obsah toho či oného kovu, najčastejšie zlata a striebra, garantovať – aby ich hodnota neklesla pod hodnotu obsahu drahého kovu.

Peniaze ako pohľadávka, peniaze ako dôkaz o zásluhách na trhu...

Neskôr sa peniaze prostredníctvom bankoviek, teda papierového potvrdenia na nárok na uložený drahý kov v konkrétnej banke (odtiaľ slovo „bankovka“), spojili tvorbou dlhu. V stredovekej Číne to boli najmä vklady medených mincí, v Európe neskôr skôr dlžobné úpisy, či zmenky. Boli teda formou papierového dlhu, ktorý bol v banke splatný „doručiteľom“ v drahom kove na požiadanie. A preto mali hodnotu aj samotné bankovky, aj zlato uložené v trezoroch.

Navyše, komerčné (a neskôr aj centrálné) banky, ktoré vtedy bankovky vydávali, ich potom pre svoje obohatenie, často formou pôžičiek, vydali do obehu viac, ako mali zlata v trezoroch. Veď takmer nikdy sa nestávalo, že by si držiteľia bankoviek chceli všetky naraz vymeniť za zlato v trezore. Tak vznikol klasický moderný úverový trh s len čiastkovými rezervami. A teda aj so svojou základnou zraniteľnosťou v prípade, že by si všetci vkladatelia chceli svoje peniaze (vtedy zlato, dnes hotovosť) vybrať naraz.

Prečo však dnes vlastne na výmenu statkov v hospodárstve používame štátne bankovky a nie nejaké súkromné cenné papiere? Práve kvôli trhovej nestabilite, vďaka ktorej vznikli centrálné banky ako banky komerčných bánk v prípade nedostatku podkladovej likvidity. Ale aj pre vyššie transakčné náklady obehu viacerých mien v ekonomike naraz.

Dnes sú tak peniaze takmer čistou fikciou – držanou pri živote „len“ samotným dopytom (napríklad povinnosťou platiť dane v štátnej mene či akceptovať štátnu hotovosť ako platidlo) a kredibilitou centrálnej banky, ktorá by ich nemala do obehu púšťať priveľa – aby nespôsobovala vysokú infláciu. Tento trend „odhmoťovania“ peňazí završujú elektronické prevody na bankových účtoch. Dnes sú tak peniaze stále akousi pohľadávkou, ale už len na tovary a služby dostupné v ekonomike. V trhovom hospodárstve sú zároveň akýmsi potvrdením o „zásluhách“ formou práce (výplata), či úspešnom predaji tovarov a služieb (firemný zisk). V prípade peňažných darov či dedenia je to samozrejme potvrdenie o minulých „zásluhách“ niekoho iného. Ale aj to stačí na udržiavanie kúpyschopnosti týchto „potvrdení o minulých zásluhách“.

Kryptomeny si prechádzajú d'alšou „zimou“

Ak sú dnes peniaze len akými si zápismi, vládou odobrenými papiermi a „žetónmi“, tak môžu byť teoreticky veľmi ľahko vyrobené, ale aj zničené či nesprávne presmerované. Nie sú preto budúcnosťou peňazí skôr kryptomeny, ktoré prostredníctvom svojho algoritmu neumožňujú ich nadmernú produkciu, ani úmyselnú či neúmyselnú zámenu? Prečo stále používame skôr elektronické účty v bankách ako kryptomenové peňaženky? Dôvodov je viacero. Po prvé, kryptomeny, alebo skôr všeobecnejšie kryptoaktíva, sú v ekonomike len veľmi málo akceptované ako prostriedok výmeny a ani v čase nedržia svoju hodnotu (okrem takzvaných stablecoinov, ale aj tie už ukázali, že môžu zlyhať). Sú tak skôr špekulatívnymi investičnými aktívami ako skutočnými menami. Ich nadizajnovaná vzácnosť definovaná maximálnym počtom tokenov jednoducho nie je postačujúcou zárukou hodnoty v očiach ľudí a teda všeobecnej akceptovateľnosti.

To sme videli aj v priebehu minulého roka, ktorý priniesol viacero kryptomenových pádov, vrátane krachu štvrtej najväčšej burzy FTX či niektorých spomínaných stablecoinov. Od novembra 2021 do konca vlaňajška trh s kryptoaktívami vymazal až zhruba 2,2 bilióna dolárov svojej hodnoty. Teda viac ako dve tretiny. Celkom dobre to ilustruje vývoj ceny najpoužívanejšej kryptomeny - bitcoinu, ktorého hodnota sa za spomínané obdobie prepadla z viac ako 64-tisíc pod 17-tisíc dolárov (Graf 1 vpravo). To sa v krypto slangu zvykne označovať za „krypto zimu“, teda ťažké obdobie, po ktorom ktorej by mala znova prísť jar. Po podobnej zime v roku 2018 prišiel ďalší rast. Či naozaj príde znova, je otáznou, pretože ani za štrnásť rokov svojej existencie kryptoaktíva nedokázali presvedčiť o svojej užitočnosti dostatočnú masu používateľov.

Graf 1: Cena bitcoinu sa výrazne prepadla (v USD)



Zdroj: Bloomberg

Potrebná regulácia kryptoaktív ich môže ešte viac utlmiť

Šťastím v nešťastí súčasnej krypto zimy je, že nijako zásadne negatívne neovplyvnila finančnú stabilitu klasického bankového systému. No zrejme až milióny používateľov prišli o svoje vklady, či investície. Takýto paralelný a zraniteľný finančný systém poukazuje na potrebu väčšej regulácie. Regulácie, ktorú z bankového systému poznáme veľmi dlho: povinné minimálne rezervy, zákaz klamlivej reklamy, vyplácania z nových vkladov (pyramídová schéma), povinnosti zbierať informácie o klientoch a transakciách (KYC, angl. know your customer), pravidlá proti praniu špinavých peňazí (AML, angl. anti-money laundering) či financovaniu kriminálnych aktivít – všetky tieto bežné povinnosti finančného sektora krypto svet doteraz akosi obchádzali. A okrem neférovej konkurencie tak vytvárali priestor pre vznik bublín a podvodov.

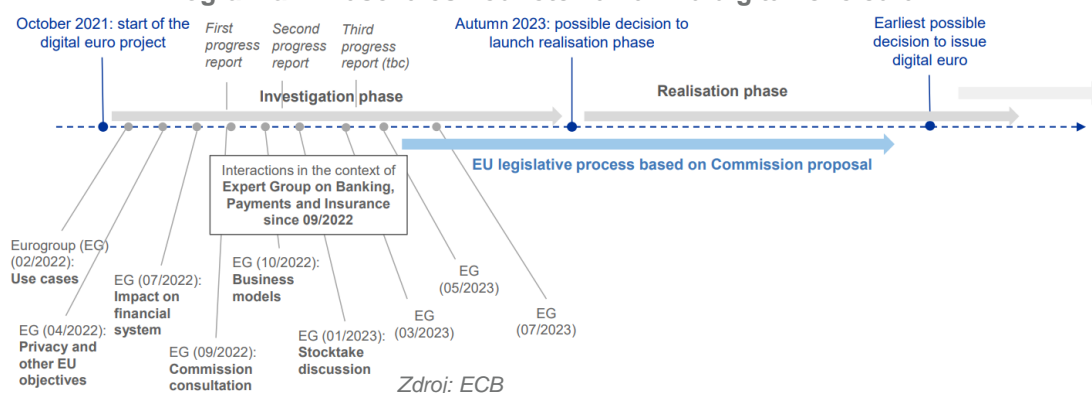
V USA finančný regulátor do veľkej miery rieši, či sú kryptoaktíva skôr komoditami alebo cennými papiermi. Z toho totiž vyplýva aj aplikácia konkrétnej regulácie. Vo väčšine prípadov ide o cenné papiere, pretože tie sú úzko naviazané na úspech či neúspech konkrétnej kryptofirmy či kryptoburzy. Vydávanie cenných papierov však má tiež svoje jasné pravidlá. Bitcoin naopak pripomína skôr komoditu, keďže na takéto inštitúcie priamo naviazaný nie je.

V Európskej únii aktuálne zrejme čoskoro vstúpi do platnosti regulácia trhu s kryptoaktívami (MiCA), ktorá by mala mnohé diery vo fungovaní finančných služieb zaplatať. Európsky parlament by o nej mal hlasovať vo februári. Už v novembri 2019 pritom európske inštitúcie rozhodli, že takzvané stablecoiny nebudú môcť v EÚ fungovať, pokiaľ sa nevyriešia ich „právne, regulačné a dohľadové riziká“. Tento faktor mohol stať aj za koncom projektu firmy Facebook (Meta) s vlastnou kryptomenou libra (neskôr diem). Regulácia tak môže atraktivnosť kryptosveta celkovo znížiť.

ECB sa má o digitálnom eure rozhodnúť na jeseň

Pravdepodobnejšou budúcnosťou peňazí tak nie sú súkromné, ale skôr verejné kryptomeny, pod používanou skratkou CBDC (angl. central bank digital currency), o ktorých sme už písali v našom mesačníku z júna 2021. Teda napríklad digitálne euro, ktoré sa od toho súčasného, elektronického, bude líšiť tým, že nebude pohľadávkou na vklady v komerčnej banke, ale bude priamo bezrizikovým obeživom centrálnej banky – taká ako bankovky a mince. Európska centrálna banka (ECB) tento projekt naštartovala v októbri 2021, odkedy absolvovala so zainteresovanými stranami niekoľko kôl diskusií o výhodách a nevýhodách rôznych typov nastavení takejto digitálnej štátnej meny. Na jeseň tohto roku by sa pritom banková rada mohla rozhodnúť, či postúpi z výskumnej aj do realizačnej fázy projektu (Infografika 1). V nej by už potom museli pristúpiť k schvaľovaniu aj všetky európske inštitúcie, teda Európska komisia, Rada i Parlament.

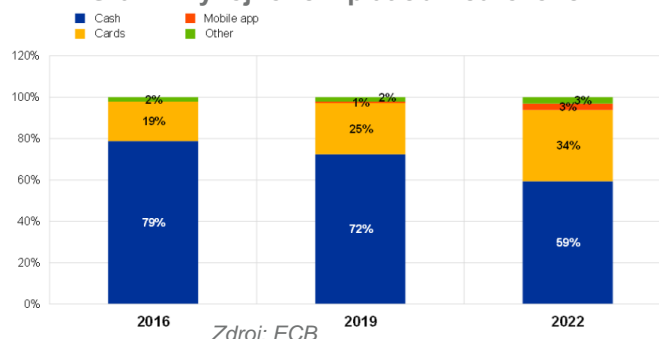
Infografika 1: Časová os hodnotenia návrhu digitálneho eura



Hotovosť nikam neodchádza, len sa používa menej

To však neznamená, že používanie hotovosti by bolo obmedzené, či rovno zrušené. Hotovosť stále tvorí väčšinu transakcií v eurozóne a jej obmedzovanie v boji proti podvodom napríklad nedávno v slovenskom parlamente neprešlo. Či už digitálne, alebo fyzické, peniaze zrejme nikdy z nášho života nezmiznú. No teoreticky by mohli stratiť na svojom význame - napríklad v prípade zavedenia garantovaného minimálneho príjmu. Logicky najmä vtedy, ak by bol poskytovaný formou tovarov a služieb.

Graf 4: Vývoj foriem platieb v eurozóne



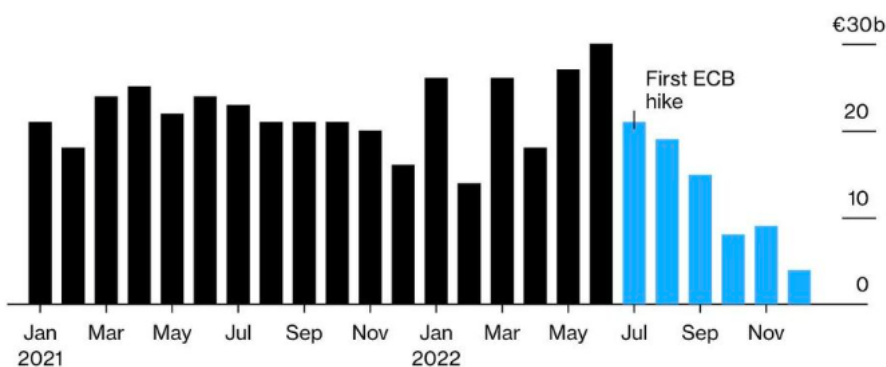
Ďalšie správy ostatného mesiaca

Vyššie úroky významne skresali bankám nový hypotekárny biznis

Zvyšujúce sa krátkodobé i dlhodobé úrokové sadzby v eurozóne výrazne zabrzdlili nové úvery na bývanie. V decembri ich objem dosiahol len okolo 4 miliárd eur, pričom bežné objemy predvlni dosahovali viac ako 20 miliárd eur mesačne (Graf 8 nižšie). Podobný vývoj badať takmer vo všetkých európskych krajinách, v tých s vlastnou menou neraz ešte viac ako v menovej únii. Súdiac podľa cien akcií, európskym bankám ale tento masívny pokles nového biznisu nijako neškodí. Vyššie úrokové sadzby im totiž zároveň postupne zvyšujú úrokové výnosy z už existujúceho portfólia pôžičiek. Akciový index Euro Stoxx Banks napríklad od októbra minulého roka narástol o viac ako tretinu, čo je viac ako dosiahol index reprezentujúci všetky európske firmy Euro Stoxx 50 (predtým však so začiatkom ruskej vojny na Ukrajine zas aj viac klesol). Vyššie úroky a oveľa menej hypoték však silno negatívne vplývajú na realitný trh.

Ceny nehnuteľností aj vďaka tomu už vo viacerých krajinách klesajú, vrátane Slovenska. Podľa NBS sa ich ponukové ceny v priemere v 4. štvrtroku v porovnaní s tretím znížili o 1,9%. Realizačné ceny zverejnia štatistici až koncom februára. To je však zrejme len začiatok. Metaštúdia [českých ekonómov](#) odhadujúca vplyv zvyšovania úrokových sadziem zistila, že za každý percentuálny bod zvýšenia úrokových sadziem sa ceny nehnuteľností do dvoch rokov zvyknú znížiť o 2-4 percentá.

Graf 8: Nové hypotéky v eurozóne

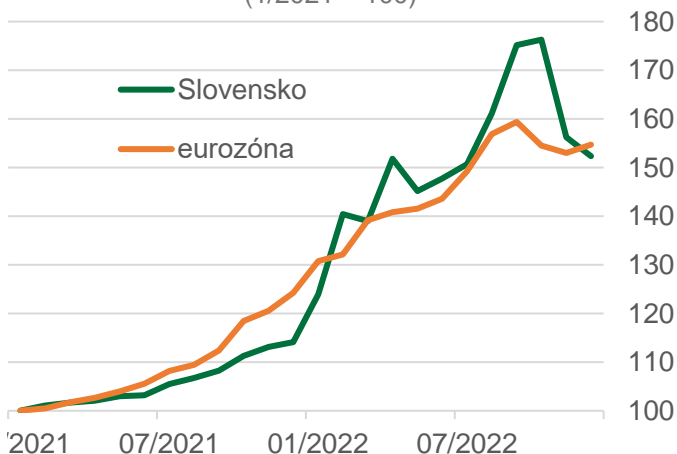


Zdroj: Bloomberg

Ceny producentov sa spomaľujú, čo je dobrá správa aj pre spotrebiteľov

V decembri ceny priemyselných výrobcov pre tuzemsko na Slovensku klesli už druhýkrát za sebou, reportovali štatistici (Graf 9 nižšie). Prejavili sa v nich najmä nižšie trhové ceny pohonných hmôt, ale aj mnohých iných výrobných kategórií (len 8 z 21 segmentov zaznamenalo ďalší rast cien). Ceny ropy sú už nejaký čas nižšie ako pred začiatkom ruskej vojny vo februári minulého roka. Benzín na Slovensku je už vďaka tomu zhruba rovnako drahý ako pred rokom (zaznamenáva nulovú ročnú infláciu). Aj keď nafta ešte nie - tej cenotvorbu môže ešte viac narušiť zvažovaný zákaz dovozu rafinovaných ropných produktov z Ruska. Navyše, ceny zemného plynu a elektriny na európskych burzách klesali aj v januári a dosahujú úroveň zo septembra 2021. To je síce násobne nižšie ako v krízovom auguste minulého roka, no stále zhruba trikrát viac, ako dosahoval predkrízový priemer.

Graf 9: Index cien priemyselných výrobcov (1/2021 = 100)



Zdroj: ŠÚ SR, Eurostat, VÚB

V tomto roku by ale producentské ceny ako celok mohli aj vďaka poklesu cien agrokodit mierne klesnúť a ťahať tak nadol aj konečnú - spotrebiteľskú infláciu. Januárová inflácia v eurozóne sa prekvapivo znížila už na 8,5%, na Slovensku podľa rýchleho odhadu o jednu desatinku percentuálneho bodu na 14,9%. Január je pritom mesiacom s najväčšími a najčastejšími zmenami cien, čo dodáva optimizmus aj na zvyšok tohto roka. Podľa odhadov našich kolegov z Milána by európska inflácia do konca roka mohla spomaliť až na 2,9%. Naš odhad pre slovenský rast cien počíta so znížením do decembra na zhruba 5%. Potom však bude musieť znova prísť zvyšovanie regulovaných cien energií, ktoré vláda pre slovenské domácnosti drží hlboko pod trhovými cenami. Slovenská inflácia by preto mala ostať na zvýšenej úrovni aj v roku 2024.

Makroekonomické indikátory a prognózy

		2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	X.22	XI.22	XII.22	2022F	2023F
HDP											
Reálny HDP	r/r % rast	-3,4	3,0	2,9	1,3	1,2	-	-	-	1,6	1,0
Nominálny HDP	r/r % rast	-1,1	5,5	9,0	9,5	8,8	-	-	-	9,4	7,6
Spotreba domácností	r/r % rast	-1,2	1,6	9,1	4,3	3,0	-	-	-	4,5	-1,3
Spotreba verejnej správy	r/r % rast	-0,6	4,2	-1,4	-7,1	-2,1	-	-	-	-2,4	1,3
Tvorba hrubého fixného kapitálu	r/r % rast	-10,8	0,2	6,4	0,5	8,2	-	-	-	4,4	6,0
Vývoz	r/r % rast	-6,4	10,6	-5,8	-0,9	8,8	-	-	-	1,1	2,2
Dovoz	r/r % rast	-8,2	12,1	-1,5	-1,4	6,9	-	-	-	1,0	1,3
Inflácia											
CPI	r/r % rast, priemer	2,0	3,2	9,3	12,5	13,9	14,9	15,4	15,4	12,8	10,3
CPI	r/r % rast, decem.	1,6	5,8	-	-	-	-	-	-	15,4	5,0
HICP	r/r % rast, priemer	2,0	2,8	8,5	11,7	13,3	14,5	15,1	15,0	12,1	10,4
Jadrová inflácia	r/r % rast, priemer	2,0	3,6	8,2	12,0	13,9	15,4	15,9	15,9	12,5	9,0
Ceny priemyselných výrobcov	r/r % rast, priemer	0,9	5,5	33,2	44,3	51,9	58,4	38,2	33,5	43,2	-1,7
Vonkajšia bilancia											
Bilancia zahr. obchodu - kumulatívna	mln. EUR	2983	1876	-1157	-1726	-2548	-2409	-3233	-	-3 726	-1 209
12M obchodná bilancia / HDP	%	3,2	1,9	-0,7	-1,7	-2,3	-2,5	-3,2	-	-3,5	-1,0
Vývoz	r/r % rast	-5,5	16,6	12,5	18,1	23,9	19,0	11,2	-	15,8	4,3
Dovoz	r/r % rast	-8,4	19,4	25,6	23,4	26,6	23,0	20,5	-	22,6	1,7
Trh práce											
Miera nezamestnanosti (ÚPSVaR)	priemer	6,8	7,5	6,8	6,4	6,1	5,9	5,8	5,9	6,3	6,1
Miera nezamestnanosti (VZPS)	priemer	6,7	6,8	6,4	6,1	6,0	-	-	-	6,2	6,4
Hrubá mesačná mzda	priemer v EUR	1133	1211	1212	1291	1296	-	-	-	1 312	1 429
Nominálna mesačná mzda	r/r % rast	3,8	6,9	7,8	7,4	9,4	-	-	-	8,4	9,0
Reálna mesačná mzda	r/r % rast	1,9	3,6	-1,4	-4,5	-4,0	-	-	-	-3,9	-1,2
Produkcia, tržby a sentiment											
Priemyselná produkcia	r/r % rast	-8,6	10,4	-1,4	-4,8	-3,5	-2,6	-10,8	-	-4,7	0,9
Stavebná produkcia	r/r % rast	-9,6	-2,8	1,7	-1,5	2,3	-1,0	-3,2	-	-2,1	4,8
Maloobchodné tržby	r/r % rast	-1,0	1,4	16,0	6,3	-1,3	-4,4	-1,4	-	4,0	-1,6
Indikátor ekonomického sentimentu	body, s.o.	85,8	94,3	94,3	93,7	88,2	85,7	82,9	84,3	-	-
Úrokové sadzby											
ECB refinančná sadzba	koniec obdobia	0,00	0,00	0,00	0,00	1,25	2,00	2,00	2,50	2,50	4,00
3M EURIBOR	koniec obdobia	-0,55	-0,57	-0,46	-0,20	1,17	1,70	1,97	2,13	2,13	3,58
1R EURIBOR	koniec obdobia	-0,50	-0,50	-0,07	1,04	2,56	2,63	2,83	3,29	3,29	4,28
Výnos 10R SK štátneho dlhopisu	koniec obdobia	-0,52	0,14	1,26	2,35	3,31	3,53	3,15	3,70	3,70	3,00
Výnos 10R DE štátneho dlhopisu	koniec obdobia	-0,57	-0,18	0,55	1,34	2,11	2,14	1,93	2,57	2,57	2,00
Výmenný kurz											
EUR/USD	koniec obdobia	1,22	1,13	1,11	1,05	1,05	0,99	1,04	1,07	1,07	1,15
Rozpočtová politika											
Bilancia verejných financií, 4 kvartály	% HDP	-5,4	-5,5	-4,8	-3,8	-3,7	-	-	-	-3,7	-6,3
Dlh verejnej správy	% HDP	58,9	62,2	61,6	60,3	58,6	-	-	-	59,4	59,1

Zdroj: ŠÚ SR, Eurostat, ÚPSVaR, Bloomberg, Intesa Sanpaolo, VÚB

Tento materiál je pripravovaný Oddelením ekonomického prieskumu VÚB banky

Hlavný ekonóm

Zdenko Štefanides +421 2 5055 2567 zstefanides@vub.sk

Makroekonóm

Michal Lehuta +421 917 743 380 mlehuta1@vub.sk

Predaj

Lukáš Žitný +421 2 5055 9650

Róbert Jaselský +421 2 5055 9630

Martin Lenko +421 2 5055 9595

Lenka Dvorská +421 2 5055 9610

Adriana Pristach Somorovská +421 2 5055 9620

Tento materiál bol pripravený VÚB bankou. Informácie a názory boli získané zo zdrojov, ktoré boli považované za spoľahlivé, avšak VÚB banka neposkytuje záruku za ich úplnosť a správnosť. Táto správa bola pripravená len na informačné účely a nie je určená ako ponuka alebo sollicitácia na predaj alebo kúpu ktoréhokoľvek finančného produktu. Tento dokument môže byť reprodukován alebo publikovaný len s menom VÚB banka. Nemal by byť pokladaný za náhradu za vlastný úsudok. VÚB banka alebo ktorákoľvek iná osoba spojená s ňou môže využiť akýkoľvek materiál a/alebo informácie, na ktorých je tento materiál založený bez predošlého zverejnenia rovnakých materiálov a informácií pre klientov. VÚB banka a/alebo osoby s ňou spojené môžu mať z času na čas dlhé alebo krátke pozície vo vyššie zmienených finančných produktoch.