

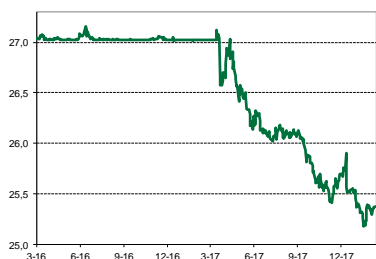
streda, 28.februára 2018

Ekonomické analýzy

Zdenko Štefanides
Hlavný ekonóm

Andrej Arady
Senior ekonóm

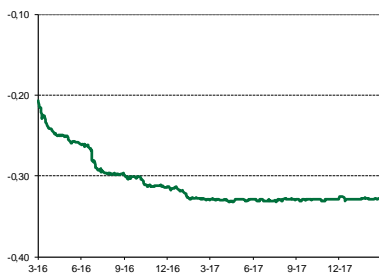
EUR/CZK



EUR/USD



3M EURIBOR



Hlavné správy

- Popri zadžení domácností aktuálne rastie rýchlo aj dlh firiem
- Najvýraznejšie rastú úvery firiem zo zahraničia, zrejme ako dôsledok centralizácie financií nadnárodných spoločností
- Relatívne voči aktívam či HDP, dlh slovenských firiem rastie, no v rámci EÚ či okolitých krajín zatiaľ nevyčnievame
- Priemeru sa však vymykáme v štruktúre financovania – v pomere k vlastnému kapitálu sa zadlženosť slovenských firiem dostala na jednu z najvyšších úrovní v celej EÚ, čo je stav hodný pravidelného monitorovania
- December bol pre produkciu slabším mesiacom, reálnu aktivitu podržala stabilne silná spotreba domácnosti
- Celkovo posledný kvartál roku 2017 ale ostal silný, medziročný rast HDP si polepšil o desatinku na 3,5%
- Inflácia v januári stúpila na 2,4% r/r, najmä kvôli rastu regulovaných cien energií

Kľúčové očakávané udalosti

- Aktuálny rok bude zrejme v znamení normalizácie menovej politiky. Najbližší krok takmer s istotou spraví Fed, zvýšením sadzieb o 25 bodov už 21.marca. ECB a ČNB budú v marci minimálne komunikovať svoju stratégiu.
- 7. marec - 4Q17 HDP, spresnené údaje s detailmi. Mesačné údaje napovedajú dobré výsledky spotreby domácnosti, zahraničného obchodu a aj investícií.

Trendy trhu

	aktuálne 28.2.2018	pred mesiacom 26.1.2018	medzimesačná zmena	začiatok roka 29.12.2017	YTD zmena
EUR/USD	1,221	1,243	-1,71%	1,201	1,74%
EUR/CZK	25,44	25,32	0,47%	25,51	-0,28%
EURIBOR 3M	-0,328	-0,328	0,00p.b.	-0,329	0,00p.b.
EURIBOR 12M	-0,191	-0,191	0,00p.b.	-0,186	-0,01p.b.
SK ŠD 10R výnos	1,016	0,945	0,07p.b.	0,813	0,20p.b.
DE ŠD 10R výnos	0,679	0,629	0,05p.b.	0,427	0,25p.b.

Predikcie

	aktuálne 28.2.2018	Predikcie			
		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
EUR/USD	1,221	1,23	1,22	1,24	1,25
EUR/CZK	25,44	25,20	25,10	25,00	24,80
EURIBOR 3M	-0,328	-0,32	-0,31	-0,32	-0,32
EURIBOR 12M	-0,191	-0,19	-0,19	-0,19	-0,14
SK ŠD 10R výnos	1,016	1,15	1,40	1,60	1,80
DE ŠD 10R výnos	0,679	0,80	0,90	1,00	1,20
ECB refi. s.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fed funds. s.	1,50	1,75	1,75	2,00	2,25

Zdroj: Intesa Sanpaolo, VÚB banka research, Pozn.: 10R SK ŠD sú interpolované

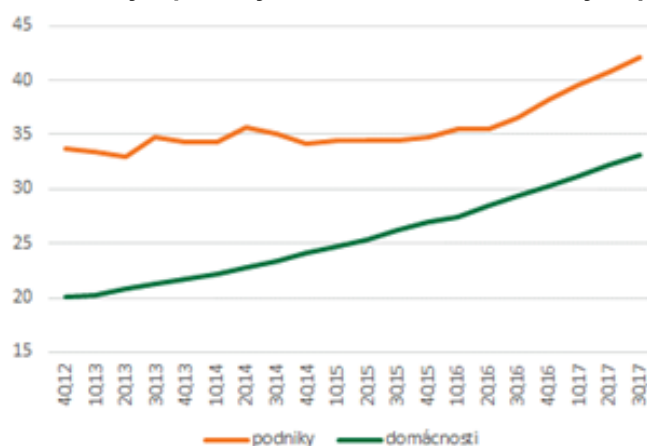
Financovanie podnikov

Financovanie podnikov

Zadlženosť slovenských domácností je už pomerne dobre zdokumentovaná aj často medializovaná témou. Zvlášť po tom ako sa v pomere k HDP dostala na najvyššiu úroveň v strednej a východnej Európe, čo periodicky vyvoláva zo strany regulátora opatrenia na zníženie rastu retailových úverov a tým aj možných rizík na trhu nehnuteľností.

Na Slovensku ako aj vo väčšine krajín EÚ je však dlh súkromného sektora tvorený z väčšej časti podnikmi. Až donedávna bolo skôr problémom, že úvery nefinančným podnikom od krízy nerástli a úverová aktivita v objemoch zamrzla na úrovni roku 2009. V ostatnom roku-dvoch však nastal zlom a od polovice 2016 úvery a pôžičky nefinančným korporáciám na Slovensku expandovali dokonca dynamickejšie ako domácnostiam! V ostatnej správe o finančnej stabilite NBS z novembra 2017 konštatuje výrazný rast úverov aj pri porovnaní s krajinami EÚ, keď Slovensko spolu s Poľskom a Českom sú krajinami s najvyšším rastom úverov podnikom.

Graf: Úvery a pôžičky domácností a nefinančných podnikov (v mld eur)



Zdroj: NBS-štatistika finančných účtov, VÚB

V aktuálnej analýze sa preto bližšie pozeráme odkiaľ podniky čerpajú úvery, ale aj ďalšie zdroje financovania a ako si svojou zadlženosťou stoja relatívne voči porovnateľným krajinám ako aj voči svojej nedávnej minulosti.

Podniky majú širšie možnosti financovania sa

Zatiaľ čo v prípade domácností úvery od domácich bánk tvoria veľkú väčšinu, až 95% všetkých ich úverov a pôžičiek, v prípade nefinančných korporácií, domáce banky sa na úveroch a pôžičkách firmám podieľajú len niečo cez 42%. Navyše, okrem úverov a pôžičiek si firmy požičiavajú zdroje aj upisovaním vlastných dlhopisov, čo ešte ďalej znižuje podiel zdrojov z domácich bánk na celkovom zadlžení firiem.

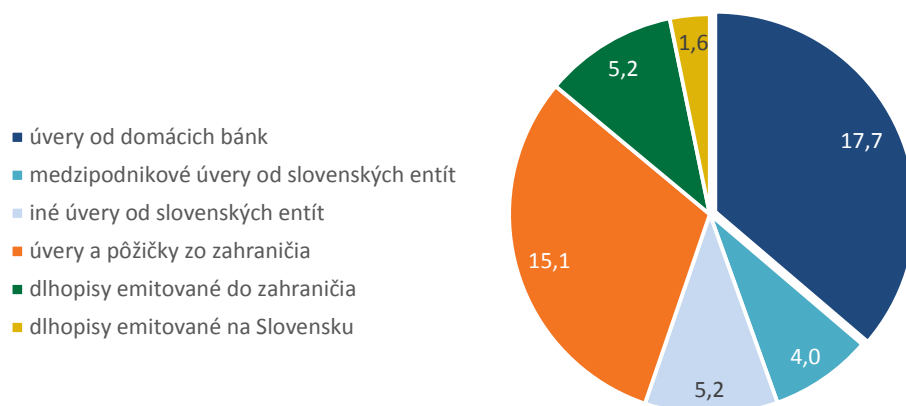
Dohľadať a monitorovať zadlženie firiem je preto zložitejší proces ako v prípade domácností, kde do veľkej miery stačí len sledovať mesačné údaje domáceho bankového sektora. Navyše, aj po rokoch sú údaje o finančných záväzkoch firiem revidované, či už na základe dohľadania z iných zdrojov či metodických zmien. Nedávna taká zmena sa udiala s údajmi o vydaných dlhových cenných papieroch, ktoré boli revidované späťne od 4. kvartálu 2014.

Ostatne známe finančné účty sú za obdobie 3. štvrťroku 2017. Vtedy celkový dlh podnikov dosiahol úroveň 48,9 miliardy eur. Z toho úvery a pôžičky tvorili 42,1 mld eur a dlhopisy 6,8 mld. Rozdelenie úverov od domácich podľa sektorov je zjavné z grafu. Zo zahraničia, odkiaľ podniky čerpajú viac ako 36% svojich úverov rozdelenie podľa sektorov

Financovanie podnikov

reportované nie je. Veľká väčšina týchto úverov má zrejme charakter medzipodnikových úverov, či už v rámci materských firiem, alebo inak spriaznených entít.

Graf: Štruktúra dlhu nefinančných podnikov (mld eur, 3Q 2017)

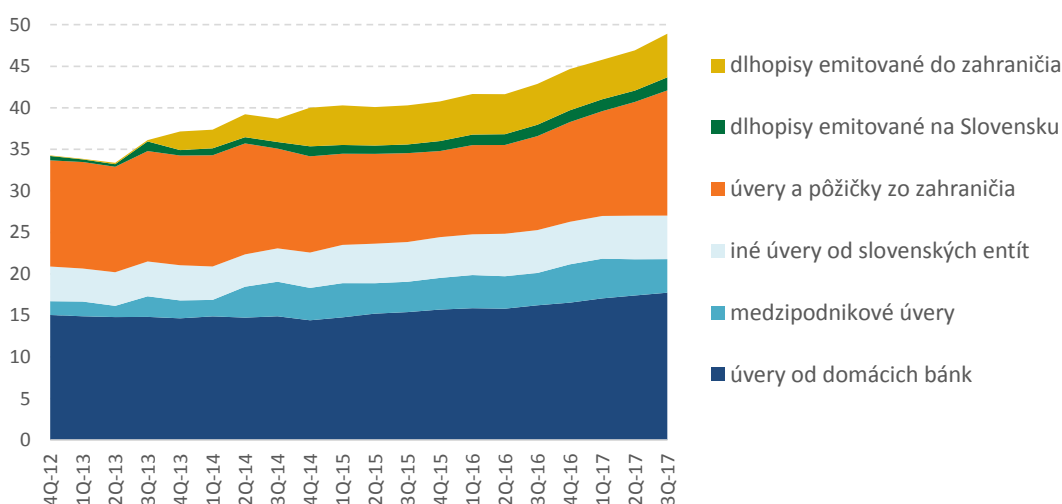


Zdroj: NBS-štatistika finančných účtov, VÚB

Výrazne rastie úverovanie zo zahraničia

Za ostatné tri roky vzrástol dlh nefinančných podnikov o štvrtinu, resp. desať miliárd eur. Z toho až šesť miliárd eur dlhu pribudlo len za ostatný rok (od 3.štvrťroka 2016 do 3.štvrťroka 2017). Na tomto náraste sa v absolútnych aj relatívnych prírastkoch podieľali najvýraznejšie práve úvery zo zahraničia. Odtiaľ podniky načerpali až 3,8 miliardy eur, čo zvýšilo objem týchto úverov o tretinu. Od domácich bánk si podniky zobrali dodatočných 1,5 miliardy, čo znamenalo medziročný nárast stavu týchto úverov o 9%. A upisovaním dlhopisov si zvýšili cudzie zdroje financovania o pol miliardy eur, čo bol percentuálne porovnateľný nárast s domácim bankovým financovaním (8,5%).

Graf: Vývoj dlhu nefinančných podnikov (mld eur)



Zdroj: NBS-štatistika finančných účtov, VÚB

Financovanie podnikov

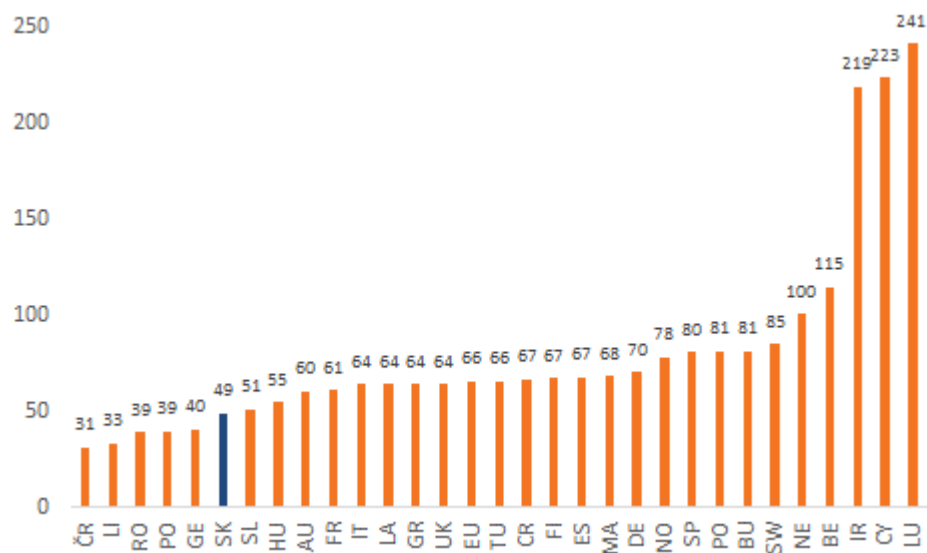
Ako spomíname vyššie, úvery zo zahraničia nie sú kategorizované podľa sektorov, preto sa len môžeme domnievať, že veľká väčšina týchto úverov bola čerpaná podnikmi v rámci nadnárodných spoločností. Tomu nasvedčujú aj útržkovité informácie z bankového prostredia, ktoré poukazujú na to, že veľké podniky na Slovensku sa čoraz viac financujú cez materské spoločnosti. Tie centralizujú Treasury aktivity vo svojich domovských krajinách a získané zdroje prerozdeľujú svojim dcérskym spoločnostiam v regióne po vlastnej osi. Niektoré podniky tieto zdroje využívajú aj na refinancovanie svojich úverov, ktoré predtým čerpali od zahraničných, ale aj rezidenčných bankových domov.

Čo sa týka financovania cez emisie dlhových cenných papierov, to za ostatný rok vzrástlo dynamickejšie skôr na domácom ako zahraničnom trhu. Dlhopisy v minulom roku emitovali hlavne veľkí developeri a podniky patriace lokálnym finančným skupinám. V absolútnych číslach však dlhopisy emitované nefinančnými podnikmi na slovenskom kapitálovom trhu stále dosahovali ledva 30% objemu dlhopisov, ktoré emitovali v zahraničí (1,6 vs 5,2 mld eur). Ich objem narástol predovšetkým v rokoch 2013 a 2014, kedy veľké energetické firmy diverzifikovali svoje financovanie a vybrali zo svojho podnikania na Slovensku aj mimoriadne dividendy.

Relatívne zadĺženie podnikov voči aktívam či HDP rastie, no zatiaľ nevyčnieva

V 2016 sa Slovensko pomerom úverov nefinančných podnikov k HDP na úrovni 49% radilo na šieste miesto v reportujúcich krajinách EÚ. Odhadovaný rast na 52% v 2017 by nás posunul maximálne o dve priečky, stále výrazne pod priemer EÚ (65%), ako aj pod úroveň niektorých našich susedov (napr. Maďarsko s 55% HDP). Po zarátaní dlhopisov, celkové zadĺženie nefinančných podnikov voči HDP je zhruba na úrovni 64%, čo je stále ešte prijateľná úroveň voči priemeru EÚ ako aj v regionálnom porovnaní.

Graf: Úvery nefinančným podnikom v krajinách EÚ (% HDP, 2016)



Zdroj: Eurostat, VÚB

Financovanie podnikov

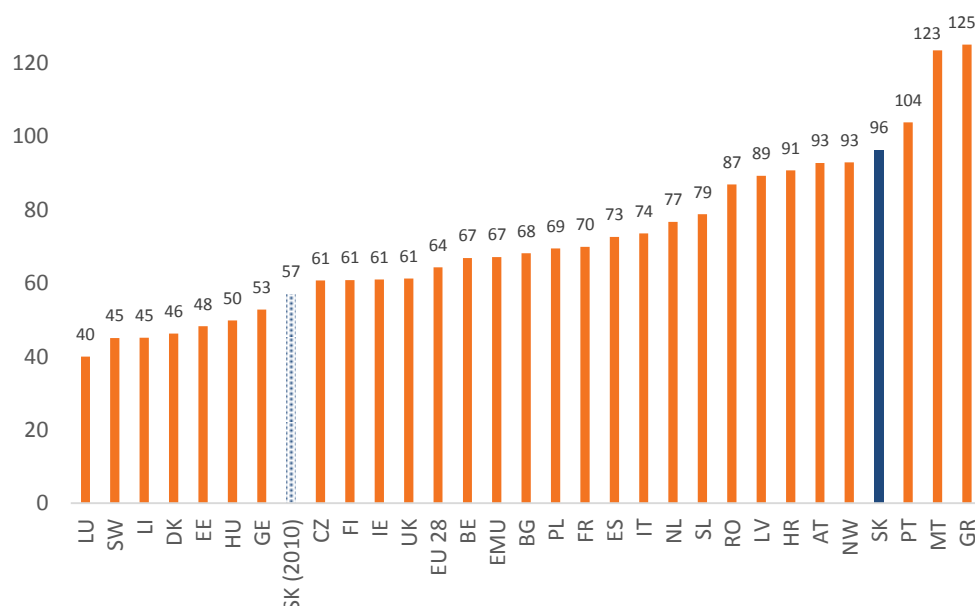
Podobne je to aj v prípade pomeru dlhu k aktívam - rastie, ale len veľmi mierne, z hodnôt niečo pod 60% na hodnoty niečo nad 60%. Je to vďaka tomu, že podnikom rastie nielen dlh (od roku 2014 medziročne cez 8%), ale aj ich celkové finančné aktíva (v priemere takmer o 6% každý rok).

*Čím však
výčnievame je
štruktúra
financovania*

Vskutku, pomer dlhu voči vlastným zdrojom slovenských nefinančných podnikov vzrástol na takmer 100%, čím sme predbehli väčšinu krajín EÚ. Vyšší pomer cudzích ku vlastným zdrojom majú len periférne krajiny, vrátane Grécka, Cypru a Malty. Pred desiatimi rokmi pritom naše podniky mali pomer cudzích zdrojov k vlastným len na zhruba polovičnej úrovni a jeden z najnižších ukazovateľov sme mali aj tesne po kríze.

Nárast podielu cudzích zdrojov (dlhu) nastal hlavne od roku 2013. Do veľkej miery aj kvôli vyššie spomínanej zmene štruktúry financovania energetických gigantov. Faktom však je, že rastúci trend pokračoval aj v ďalších rokoch, keďže podniky zvyšovali dlh no vlastné imanie nie.

Graf: Dlh voči vlastnému kapitálu v krajinách EÚ (% , 2016)



Zdroj: Eurostat, VÚB

*Ideálny pomer
dlhu k vlastným
zdrojom
neexistuje, no
treba ho
monitorovať*

Veľké dlhové bremeno samo o sebe ešte nemusí znamenať fundamentálne zhoršenie finančnej pozície podnikov. Zvlášť v prostredí historicky nízkych úrokových sadzieb, kedy je pre podniky výhodnejšie posúvať štruktúru svojho financovania smerom k dlhovým inštrumentom.

Dôležitú rolu hrá aj štruktúra hospodárstva a kapitálová náročnosť jeho hlavných priemyselných odvetví. Vo výrobe automobilov, ktoré dominuje priemyslu SR sa napríklad aj pomer 200% dlhu voči kapitálu považuje za stále zdravý.

Faktom však je, že firmy v iných, podobne priemyselne silných krajinách ako Slovensko sa týmto smerom neuberajú. V prípade českých či nemeckých firiem, napríklad, relatívne zadĺženie voči vlastným zdrojom ostalo aj v tomto historicky nízkom úrokovom prostredí na rovnakých prudérnych úrovniach ako sme mali pred rokmi aj my.

Prehľad dát ostatného mesiaca

Produkcija v decembri zakopla

Reálna aktivita v poslednom mesiaci predošlého roka zaznamenala po predošlom boome oslabenie. Celkovému výsledku štvrtého štvrťroku to ale neublížilo. **Priemyselná produkcia** v sezónne očistenej miere v decembri klesla oproti novembri o 2,6%, čo spôsobilo, že medziročná dynamika rastu spadla do záporu, z 6,2% v novembri na -1,0% v decembri. Z celoročného pohľadu bol tento výsledok ojedinelo slabý, priemerný rast priemyslu v predošlom roku totižto dosiahol 4,1% r/r. Pod tento prepad sa podpísal z drvivej väčšiny sektor výroby áut. Jeho vyhliadky sú ale aj tak optimistické - automobilky navyšujú výrobné kapacity a preto zrejme ide len o jednorazový efekt, pod ktorý sa mohlo podpísať aj rozličné načasovanie výroby okolo sviatkov. Na konci roka zaváhali aj nové objednávky na ďalšie mesiace. Citeľne klesli na medzimesačnej aj medziročnej báze (-6,2% m/m, resp. -5,3% r/r). To však avizovali podniky už skôr aj v prieskumoch. Priemyslu v eurozóne sa ale darí veľmi dobre a tak naša exportne orientovaná výroba v úvode aktuálneho roka zrejme opäť pocíti solídny dopyt zo zahraničia. **Stavebná produkcia** v decembri medzimesačne klesla po sezónnom očistení o 5,5%, čo spomalilo jej medziročný rast z novembrových 9,1% na 3,0% v decembri. Podniky sa ale sťažovali na zlé poveternostné podmienky viac ako v rovnakom období pred rokom. Celoročný rast stavebníctva dosiahol 2,9%. Rast vďačil najmä novej bytovej výstavbe a výstavbe infraštruktúry.

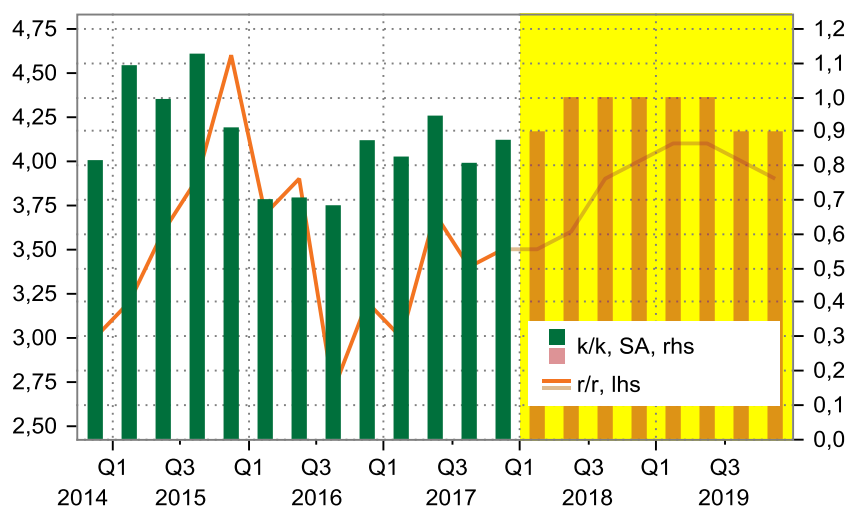
Aktivitu ale podržali domácnosti a solídny pracovný trh

Spotreba domácnosti, aproximovaná vývojom tržieb maloobchodníkov v decembri medzimesačne opäť rástla. **Maloobchodné tržby** po sezónnom očistení stúpili medzimesačne o 1,1%. Medziročná dynamika rastu sa tak udržala vysoko, na priemere predošlých mesiacov, 5,6% v decembri oproti 6,0% v novembri. Domácnosti podporuje v spotrebe dobrý stav pracovného trhu – miera evidovanej nezamestnanosti klesla v januári ešte hlbšie pod 6%, z decembrových 5,94% na 5,88%. S prihľadnutím na sezónu bol pokles ešte o pár stotín výraznejší.

Celkovo bol 4Q17 dobrým štvrťrokom

Rýchly odhad HDP z 4Q17 potvrdil, že domáca ekonomika ukončila predošlý rok dobre, v súlade s rozbehnutým tempom. V sezónne očistenej miere vzrástol hrubý domáci produkt medzikvartálne o 0,9%, čo je na úrovni priemerného prírastku predošlých dvoch štvrťrokov. Medziročná dynamika dosiahla 3,5%. Rast v jednotlivých štvrťrokoch bol relatívne volatilný (zrejme sa ešte časom bude aj spresňovať, najmä kvôli investíciám), ale trend bol pomerne jasný – ekonomika rástla vysoko nad 3%, celoročný rast dosiahol priemer 3,4% r/r, o desatinu vyšší ako v roku 2016, tak ako sme čakali.

Tempo rastu HDP: medzikvartálne a medziročne



Zdroj: Macrobond, VÚB

Kľúčové makroekonomické indikátory

		2012	2013	2014	2015	2016	1Q17	2Q17	3Q17	X.17	XI.17	XII.17	2017F	2018F
HDP														
Reálny HDP	r/r % rast	1,7	1,5	2,6	3,8	3,3	3,0	3,7	3,4	-	-	-	3,4	3,8
Nominálny HDP	r/r % rast	2,9	2,0	2,4	3,6	3,1	3,9	4,5	5,0	-	-	-	4,5	5,4
HDP (bežné ceny)	mld EUR	72,7	74,2	76,0	78,7	81,0	19,3	21,2	22,3	-	-	-	84,8	89,4
HDP na obyvateľa	EUR	13 453	13 707	14 026	14 514	14 949	3 567	3 910	4 116	-	-	-	15 642	16 490
Spotreba domácností	r/r % rast	-0,4	-0,8	1,4	2,2	2,7	3,4	3,6	4,0	-	-	-	3,7	3,5
Spotreba verejnej správy	r/r % rast	-2,1	2,2	5,3	5,3	2,6	-1,1	-0,3	-1,4	-	-	-	-0,7	1,4
Tvorba hrubého fixného kapitálu	r/r % rast	-9,0	-0,9	1,2	16,9	-3,3	0,8	-5,4	10,4	-	-	-	3,2	4,8
Vývoz	r/r % rast	9,3	6,7	3,7	7,0	4,0	8,2	-0,3	3,8	-	-	-	4,1	6,2
Dovoz	r/r % rast	2,5	5,6	4,4	8,1	2,3	7,7	-0,8	5,9	-	-	-	3,2	6,2
Inflácia														
CPI	r/r % rast	3,2	0,4	-0,1	-0,5	0,2	1,0	1,0	1,6	1,8	1,9	1,9	1,9	2,4
CPI	priemer	3,6	1,4	-0,1	-0,3	-0,5	0,9	1,0	1,5	-	-	-	1,3	2,4
HICP	r/r % rast	3,4	0,4	-0,1	-0,5	0,2	1,0	1,0	1,8	1,8	2,1	2,0	2,0	2,4
HICP	priemer	3,7	1,5	0,0	-0,3	-0,5	1,0	1,0	1,6	-	-	-	1,4	2,4
Jadrový CPI	r/r % rast	3,0	0,4	0,2	-0,2	0,9	1,7	1,7	2,3	2,5	2,8	2,7	2,7	2,4
Jadrový CPI	priemer	2,7	1,5	0,2	0,0	0,1	1,6	1,7	2,2	-	-	-	2,1	2,5
PPI	r/r % rast	3,9	-1,7	-3,7	-4,5	-1,8	3,0	1,4	2,1	2,1	1,7	2,0	2,0	2,5
PPI	priemer	3,9	-0,1	-3,5	-4,2	-4,3	2,0	1,9	1,6	-	-	-	1,9	2,5
Vonkajšia bilancia														
Bilancia zahraničného obchodu - kumul.	min EUR	3555,7	4232,4	4702,4	3302,9	3672,1	836,9	1767,6	2177,2	2684,4	3180,4	3188,9	3188,9	2700,0
12M Obchodná bilancia / HDP	%	4,9	5,7	6,2	4,3	4,5	-	-	-	-	-	-	3,8	3,0
Vývoz	r/r % rast	9,4	3,3	3,6	4,6	5,6	19,5	1,9	7,1	10,7	8,0	5,3	7,4	6,2
Dovoz	r/r % rast	5,1	2,3	0,1	7,5	3,1	20,8	3,4	7,1	12,1	5,2	2,5	8,6	7,0
Trh práce														
Miera nezamestnanosti	koniec obdobia	14,4	13,5	12,3	10,6	8,8	8,0	6,9	6,4	6,1	5,9	5,9	5,9	5,6
Miera nezamestnanosti	priemer	13,6	14,1	12,8	11,5	9,5	8,4	7,3	6,6	-	-	-	7,1	5,6
Miera nezamestnanosti (VZPS)	priemer	14,0	14,2	13,2	11,5	9,7	8,7	8,1	8,0	-	-	-	7,6	7,0
Hrubá mesačná mzda	EUR priemer	800	824	858	883	911	897	944	935	-	-	-	952	1 000
Nominálna mesačná mzda	r/r % rast	2,4	2,4	4,1	2,9	3,4	3,5	4,8	5,2	-	-	-	4,4	4,9
Reálna mesačná mzda	r/r % rast	-1,2	1,0	4,2	3,2	3,9	2,6	3,8	3,6	-	-	-	3,1	2,8
Produkcia, tržby a sentiment														
Priemyselná produkcia	r/r % priemerný rast	8,1	5,3	3,8	5,9	4,86	7,7	1,7	3,3	5,4	6,2	-1,0	4,8	6,0
Stavebná produkcia	r/r % priemerný rast	-12,5	-5,3	-3,3	16,3	-6,7	-6	-0,2	6,3	11,9	9,1	3,0	2,9	3,0
Maloobchodné tržby	r/r % priemerný rast	-1	0,1	3,6	1,7	2	5,4	7,5	5,46	5,6	6	5,6	6,0	4,0
Indikátor ekonomického sentimentu	koniec obdobia	88,6	96,1	102,9	99	102,8	104,6	102,3	104,8	106,1	103,0	100,7	103,0	-
Úrokové sadzby														
ECB refinančná sadzba	koniec obdobia	0,75	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M EURIBOR	koniec obdobia	0,20	0,29	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	-0,32
1R EURIBOR	koniec obdobia	0,54	0,56	0,33	0,06	-0,08	-0,11	-0,16	-0,17	-0,19	-0,19	-0,19	-0,19	-0,14
Výnos 10R SK štátneho dlhopisu	koniec obdobia	2,19	2,50	1,09	0,74	0,90	1,09	-0,02	0,86	0,82	0,80	0,81	0,8	1,8
Výnos 10R EU štátneho dlhopisu	koniec obdobia	1,32	1,93	0,54	0,63	0,21	0,33	0,47	0,46	0,36	0,37	0,43	0,4	1,3
Výmenný kurz														
EUR / USD	koniec obdobia	1,320	1,379	1,210	1,087	1,052	1,065	1,143	1,181	1,165	1,189	1,201	1,201	1,250
EUR / USD	priemer	1,286	1,328	1,328	1,110	1,105	1,065	1,101	1,175	1,191	1,174	1,184	1,130	1,230

Poznámka: Pokiaľ nie je uvedené inak, všetky dáta sú ku koncu roka

Zdroj: Národná banka Slovenska, Štatistický úrad SR, Národný úrad práce, VÚB banka, Intesa Sanpaolo

- **HDP:** Rok 2017 bol v poradí už tretím rokom, kedy rástla ekonomika nad 3%, čo je úspechom. Zároveň ale treba podotknúť, že okolité ekonomiky rástli minulý rok ešte rýchlejšie. Či už vďaka spotrebe domácností, alebo lepšiemu čerpaniu eurofondov. V aktuálnom roku by sa náš rast mohol dostať až k 4%. Okrem spotreby domácností, ktorá ťaží z výrazného progresu na pracovnom trhu (čo je plošná záležitosť celého regiónu), by mali k tejto méte pomôcť aj automobilky. Index ekonomického sentimentu, ktorý na prelome rokov klesal, čím predstavoval riziko výhľadu, sa vo februári stabilizoval a mierne sa aj zlepšil.
- **Inflácia:** V závere predošlého roka rástla inflácia mierne nad očakávania. V januári potom už vzrástli ceny medzimesačne v súlade s očakávaniami. Stúpili najmä regulované ceny energií, ktoré už na rozdiel od predošlých rokov nebudú ťahať celkovú infláciu nadol. Ďalší rast zaznamenali aj ceny potravín a položky, ktorých cena závisí najmä od dopytu. Inflácia sa v aktuálnom roku zrejme výraznejšie nevzdiali od januárových 2,4% r/r. Rozhodujúcu rolu ale zohrajú ceny potravín (určí až nová úroda) a cena ropy (od nej očakávame len mierne pohyby, ale môže prekvapiť).

Tento materiál je pripravovaný: Odbor Ekonomické analýzy, VÚB banka

Hlavný ekonóm

Zdenko Štefanides

+421 2 5055 2567

zstefanides@vub.sk

Senior ekonóm

Andrej Arady

+421 2 5055 2812

aarady@vub.sk

Predaj

Lukáš Žitný

+421 2 5055 9650

Róbert Jaselský

+421 2 5055 9630

Zuzana Šikulová

+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.